



Munich Personal RePEc Archive

Two Ways of Stabilizing Exchange Rate

Sergey BLINOV

23 February 2016

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/69673/>

MPRA Paper No. 69673, posted 24 February 2016 00:41 UTC

Два способа стабилизировать курс валюты

Курс рубля испытывает серьезные колебания. Проблемой экономики и её агентов становится уже не столько слабость рубля, сколько неустойчивость курса, волатильность. Руководство Центрального банка утверждает, что стабилизация курса рубля невозможна, хотя она является обязанностью Банка России по Конституции. Вопреки этим утверждениям, у любого ЦБ есть два способа стабилизировать курс местной валюты. Во-первых, Центробанк может использовать «адаптивный» подход к стабилизации. В этом случае он будет как бы «подстраиваться» под складывающиеся на рынке тенденции, активно на них не влияя. Во-вторых, Центральный банк может использовать «активный» способ стабилизации курса. В этом случае он будет влиять на курс, не прибегая к валютным интервенциям. Оба способа – и адаптивный, и активный – не требуют траты золотовалютных резервов. И даже наоборот, - резервы начнут пополняться, а экономика получит импульс к росту.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, деятельность центральных банков, экономические циклы, международные финансы, иностранная валюта;

Классификация JEL: E30, E52, E58, E65, F30, F31

Автор выражает благодарность Леониду Скопцову, Олегу Солнцеву и Юрию Цвирко за помощь в подготовке статьи.

¹ E-mail: senib2005@yandex.ru или blinov@kamaz.org . Другие публикации автора доступны на сайте журнала «Эксперт» <http://expert.ru/dossier/author/sergej-blinov/> и на сайте препринтов Мюнхенского университета <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/cgi/stats/report/authors/bf480d57955185746d0334ccee14857/>

ОГЛАВЛЕНИЕ

Актуальность стабилизации курса рубля	3
Почему это важно.....	3
Текущая ситуация – валютные «качели».....	4
Основные понятия.....	6
Доллар как пример «внешней» валюты	6
Рубль как пример «местной» валюты	6
Равновесный курс.....	6
Свободно плавающий курс.....	6
Фиксированный курс.....	8
Стабилизация курса – основные подходы	10
Чем определяется сила или слабость позиции ЦБ.....	10
Фиксация «переослабленного» рубля – сильная позиция ЦБ	10
Защита «переукрепленного» рубля – слабая позиция ЦБ.....	11
Ключевое правило стабилизации курса	13
Адаптивный способ стабилизации курса	14
Базовый алгоритм адаптивной стабилизации.....	15
Пример Китая.....	17
Адаптивная стабилизация для России.....	18
Другие алгоритмы	19
Активный способ стабилизации курса.....	23
Как определить равновесный курс.....	23
Суть активного подхода	24
Схема и алгоритм действий ЦБ при активной стабилизации.....	30
Сценарий активной стабилизации для России	33
Краткий итог и возможные действия ЦБ.....	40
Ожидаемые вопросы	41
Стабилизация курса и инфляция.....	41
Влияет ли на инфляцию одностороннее снижение курса рубля	41
Влияет ли на инфляцию вливание в экономику рублей при стабилизации курса	43
Стабилизация курса и экономический рост.....	44
Оказывает ли подъем ставок негативное влияние на экономическую активность	44
Можно ли использовать стабилизацию курса для активизации экономического роста	45
Стабилизация курса и таргетирование инфляции.....	47
Источники.....	47

АКТУАЛЬНОСТЬ СТАБИЛИЗАЦИИ КУРСА РУБЛЯ

Почему это важно

В последнее время курс рубля испытывает серьезные колебания. После резких ослаблений зачастую наступают периоды укрепления. Государственные чиновники, экономисты, представители бизнеса практически единогласны в том, что колебания курса, его нестабильность или, как говорят экономисты, высокая волатильность – это даже хуже, чем просто ослабление рубля.

Цитаты:

Алексей Улюкаев, министр экономического развития.

«Проблема не в том, что высока или низка котировка валюты. Проблема не в том, стоит ли доллар 30 или 70 рублей. А в том, что он сильно колеблется».

[Интерфакс](#), декабрь 2015.

Дмитрий Тулин, заместитель главы ЦБ.

«Волатильность курса, неустойчивость приводит к асимметричному одностороннему инфляционному влиянию на внутренние цены»

[РБК](#), ноябрь 2015.

Владимир Мау, ректор РАНХиГС.

«[Вызывает тревогу] нестабильность валютного курса, подчеркну — не низкий и не высокий, а нестабильный [курс]. Российская экономика вполне готова адаптироваться и эффективно функционировать при разном валютном курсе. Но когда он значительно меняется в течение коротких промежутков времени — это вещь крайне неприятная. Как и вообще любая нестабильность...»

[РБК](#), декабрь 2015.

Евсей Гурвич, глава Экономической экспертной группы.

«Целесообразно проводить гибкое инфляционное таргетирование, то есть не только добиваться поставленной цели по инфляции, но и стараться сглаживать колебания обменного курса, поскольку высокая волатильность курса оказывает негативное влияние на экономику»

[Газета.ру](#), январь 2016.

Мнение предпринимателей

Больше всего российский бизнес боится волатильности рубля. Главным риском в 2016 г. российский бизнес считает волатильность курса рубля, показал опрос 107 руководителей компаний, проведенный PwC

[Ведомости](#), январь 2016.

Олег Афанасьев, «КАМАЗ».

«Важно, не каков курс рубля к доллару или евро, а важно, чтобы он был стабильным. В этих колебаниях самое страшное – сами колебания. Потому что они заставляют людей нервничать. Люди начинают притормаживать поставки, не договариваются о будущих контрактах, выжидают, когда же курс рубля стабилизируется. Все боятся на этом потерять что-то...»

[Chelny-biz.ru](#), февраль 2016.

Большая волатильность курса отрицательно влияет на экономику по многим причинам. Его непредсказуемые скачки дезориентируют агентов экономики на всех её уровнях - от населения до правительства. Потому что курс местной

валюты - один из основных ориентиров для принятия решений экономическими агентами. В открытых внешним рынках экономиках типа российской, где внешнеторговый оборот формирует значительную часть ВВП - это главный ориентир.

Во-первых, когда колебания курса высоки, резко возрастают издержки всех сделок, так или иначе связанных с экспортно-импортными операциями. Это в свою очередь приводит к дополнительному росту цен из-за фактора неопределенности. Другими словами, от волатильности (в том числе и от резких укреплений рубля) страдают не только «чужие» производители-импортеры, но и «свои» производители-экспортеры. Но не только. Курсовая нестабильность является проблемой и для тех, кто пытается на внутреннем рынке конкурировать с импортом.

Во-вторых, потребители, которые желают сохранить свою возможность покупать импортные товары или ездить за границу или просто хотели бы сберечь свои накопления, увеличивают валютную долю своих сбережений, чтобы защитить себя от неопределенности. Стабилизации рубля всё это никак не способствует.

В-третьих, у россиян годами складывалась привычка ориентироваться на курс как на своеобразный показатель стабильности. Скачки курса влияют на их оценку происходящих событий и могут населению дать повод снизить потребление, а предпринимателям – сократить инвестиции. И даже тем предпринимателям, которые от инвестиций отказываться не намерены, становится трудно их планировать.

Стабильный рубль настолько важен для экономики, что это нашло свое отражение на законодательном уровне. И Конституция РФ (ст.75) и «Федеральный закон о Центральном банке Российской Федерации» (ст.3) провозглашают: «Защита и обеспечение устойчивости рубля - основная функция Центрального банка Российской Федерации».

Текущая ситуация – валютные «качели»

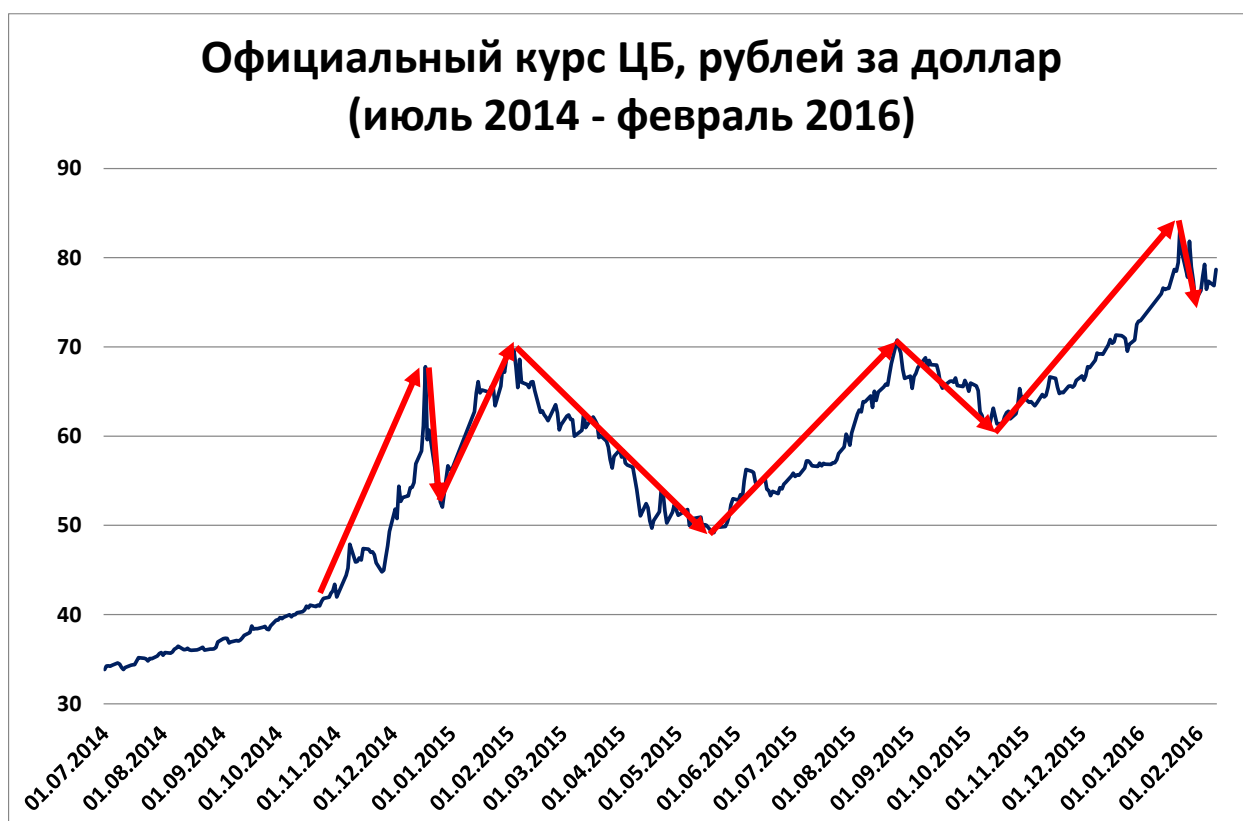
Однако заявления руководителей Центрального банка России пока не вселяют надежд на стабилизацию. *"Мы бы очень хотели, чтобы курс рубля хотя бы к корзине валют был стабилен. Это было бы очень полезно экономике и антиинфляционной политике. Но обеспечить это невозможно (выделено мной, С.Б.). Надо думать о том, как мы можем смягчить последствия колебаний валютного курса"* – заявил первый зампред ЦБ Дмитрий Тулин, как сообщает [РБК](#) (Корищенко, 2015)

Глава ЦБ, **Эльвира Набиуллина**, заявив, что курс рубля может стабилизировать только диверсификация экономики ([Коммерсантъ, 2016](#)), не только сложила с себя ответственность, возложенную на неё Конституцией и

законом о ЦБ, но и попыталась переложить эту ответственность на Правительство (ведь оно, а не ЦБ отвечает за диверсификацию экономики).

Банк России, таким образом, расписался в собственном бессилии. Неудивительно, что сильные колебания курса рубля продолжаются уже более года (*график 1*).

График 1. Курс рубля в последние полтора-два года (с 2014-го) отличается крайней нестабильностью.



Источник: ЦБ РФ.

События января 2016 года, когда курс рубля поставил очередные рекорды падения по отношению к другим валютам, показали, что стабильность по-прежнему не достигнута. Причем если сейчас вдруг начнется заметное укрепление рубля, то, как ни странно, это не будет говорить о стабильности, а лишь добавит неопределенности.

Приведенные выше заявления руководителей ЦБ свидетельствуют о том, что они не видят возможности стабилизировать курс рубля силами Центробанка. Но опыт других стран и простая логика говорят о том, что стабильность на валютном рынке возможна, и основные инструменты обеспечения этой стабильности находятся в руках как раз Центрального банка. Далее мы рассмотрим основные возможности Центробанка стабилизировать курса рубля.

ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

Мы будем рассматривать общий случай: Центральный банк некой страны пытается стабилизировать свою, «местную» валюту по отношению к другой, «внешней» валюте (или корзине «внешних» валют). Другими словами, изложенные ниже подходы справедливы для любой страны, а не только для России. Чтобы упростить изложение, договоримся о следующих терминах.

Доллар как пример «внешней» валюты

В дальнейшем мы будем говорить о стабилизации курса рубля или любой другой локальной валюты относительно **доллара США**. Но это сделано лишь для простоты изложения. Все изложенные далее принципы стабилизации точно так же применимы, если речь идет о стабилизации курса относительно другой валюты (например, евро) или относительно корзины валют. Как правило «внешними» валютами, по отношению к которым пытаются стабилизировать курс – это так называемые «резервные» валюты – доллар, евро, йена, британский фунт.

Рубль как пример «местной» валюты

В основном мы будем говорить о стабилизации курса **рубля**. Но все основные принципы точно также применимы для стабилизации любых других валют.

Равновесный курс

Очень важным в нашем дальнейшем повествовании будет термин «равновесный курс». **Равновесным курсом** мы будем называть курс рубля (или любой другой местной валюты), который сформировался на рынке **при отсутствии интервенций ЦБ** на валютном рынке.

Если ЦБ проводит операции на валютном рынке (например, при политике фиксированного курса), то *равновесным будет гипотетический курс, который сформировался бы в случае отсутствия таких операций ЦБ*. В этом случае точно определить равновесный курс практически невозможно. Но есть определённые подходы, которые помогают его определить с достаточной для действий ЦБ точностью (см. далее «Как определить равновесный курс»).

Свободно плавающий курс

Определение равновесного курса означает, что если ЦБ не продает и не покупает валюту на рынке, то фактический (текущий) курс и равновесный курс практически совпадают (**схема 1**).

Схема 1. Если ЦБ не покупает и не продает валюту, то фактический курс равен равновесному.



Источник: схема составлена автором.

В соответствии с этим определением, например, равновесным можно считать фактический курс рубля на рынке с момента отказа ЦБ России от интервенций.

Как видно на нашей схеме равновесный курс постоянно изменяется. Изменяться он может под воздействием внешних, не зависящих от ЦБ причин. Для России в качестве примеров таких внешних причин можно привести падение цен на нефть или повышение ставок Федеральной резервной системой США.

Банк России тоже может влиять на равновесный курс, не используя интервенции. Например, при прочих равных, повышение ключевой ставки «укрепляет» рубль, а снижение ставки рубль «ослабляет». Происходит это как минимум в среднесрочной перспективе².

² В моменте повышение ставок может, напротив, вызвать даже ослабление валюты. Например, после повышения ставки Центробанком 16 декабря 2014 года, рубль на следующий день ослабился до исторических минимумов.

Фиксированный курс

Как показано на схеме 1, при «свободном плавании» фактический биржевой курс рубля примерно равен равновесному. Совсем другое дело, если ЦБ по каким-либо причинам «фиксирует» курс. **Фиксированный курс**³ – это курс, обозначенный Центробанком как целевой и поддерживаемый всеми доступными средствами, включая *операции на валютном рынке*. Заметьте, что это цель, которую ставит сам Центральный банк. Значит ЦБ имеет возможность эту цель изменять.

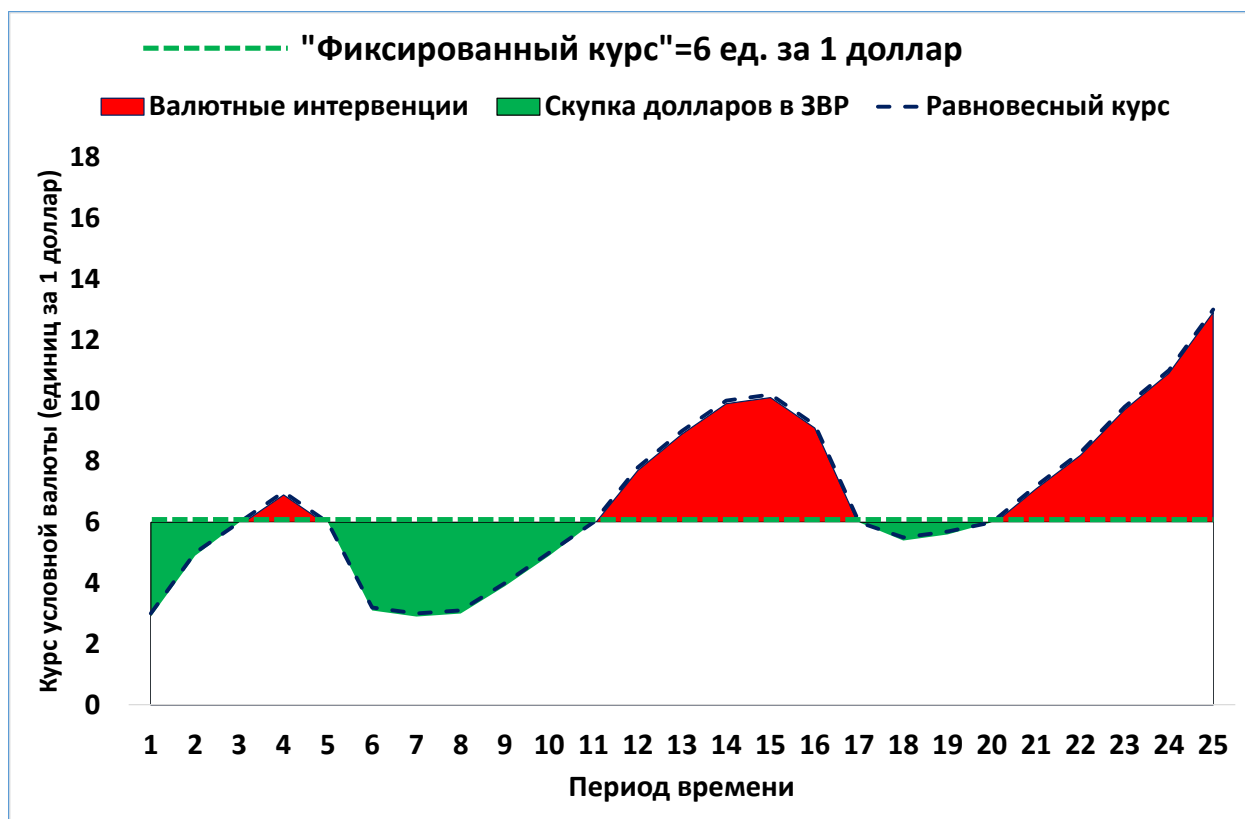
Темой статьи является стабилизация курса рубля (местной валюты). И фиксация нас интересует потому, что это высшая степень стабильности курса. Ведь в этом случае курс является фиксированной (или почти фиксированной) величиной. Разобравшись с технологией фиксации курса, мы поймём, каким образом курс можно стабилизировать.

При фиксации текущий курс лишь в отдельные моменты времени совпадает с равновесным курсом, как «остановившиеся (сломанные) часы дважды в день показывают правильное время».

Всё остальное время, фактический курс либо крепче равновесного («переукрепленный» рубль), либо слабее равновесного («переослабленный» рубль). Фиксация курса в такие периоды достигается интервенциями ЦБ на валютном рынке как по продаже валюты (при «переукрепленном» рубле), так и по покупке валюты (при «переослабленном» рубле), что отображено на *схеме 2*.

³ Разновидностей фиксации курса множество. Например, может быть объявлено конкретное значение поддерживаемого Центробанком курса, или некий «коридор» - диапазон, в рамках которого курс может двигаться свободно. Есть и другие разновидности фиксации. Например, «коридоры» могут быть наклонными, то есть позволяющими курсу в рамках этого коридора плавно ослабляться (пример - Россия с августа 1995 по июль 1998) или плавно укрепляться (пример - Россия с января 2003 по июль 2008)

Схема 2. При фиксации курса, ЦБ поочередно, то скупает, то продает доллары (валютные резервы) на рынке, в зависимости от положения равновесного курса относительно фиксированного.



Источник: схема составлена автором. Пояснения к схеме: если при фиксированном курсе местная валюта слабее, чем была бы при равновесном (рыночные силы направлены на укрепление местной валюты), то ЦБ выкупает валюту (пополняя ЗВР⁴) — зеленая зона графика. Если при фиксированном курсе местная валюта крепче, чем была бы при равновесном (рыночные силы направлены на ослабление местной валюты), то ЦБ проводит валютные интервенции (расходуя ЗВР) — красная зона графика.

Примером из российской экономической истории может служить фиксация⁵ курса рубля в 1995-1998 годах. На первых порах ЦБ боролся с укреплением рубля, валюта в основном покупалась Центробанком, что соответствовало бы зеленой области на схеме 2. Затем, со второй половины 1997 года, ЦБ в основном боролся с ослаблением рубля, валюта из резервов и даже из стабилизационных кредитов МВФ продавалась для поддержки рубля. Продолжалось это вплоть до августа 1998 года. Это соответствовало бы красной области на схеме 2.

⁴ Золотовалютные (международные) резервы.

⁵ Если быть точным, то курс рубля плавно ослаблялся с 4,52 до 6,22 рубля за доллар с июля 1995 по июль 1998 соответственно.

Важно зафиксировать одно отличие. Если ЦБ, например, изменяет ставку, то он воздействует на равновесный курс. Если же ЦБ проводит интервенции, то он не изменяет тем самым равновесный курс, а лишь пытается «силой» удерживать фактический курс от его движения к равновесному значению.

СТАБИЛИЗАЦИЯ КУРСА – ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ

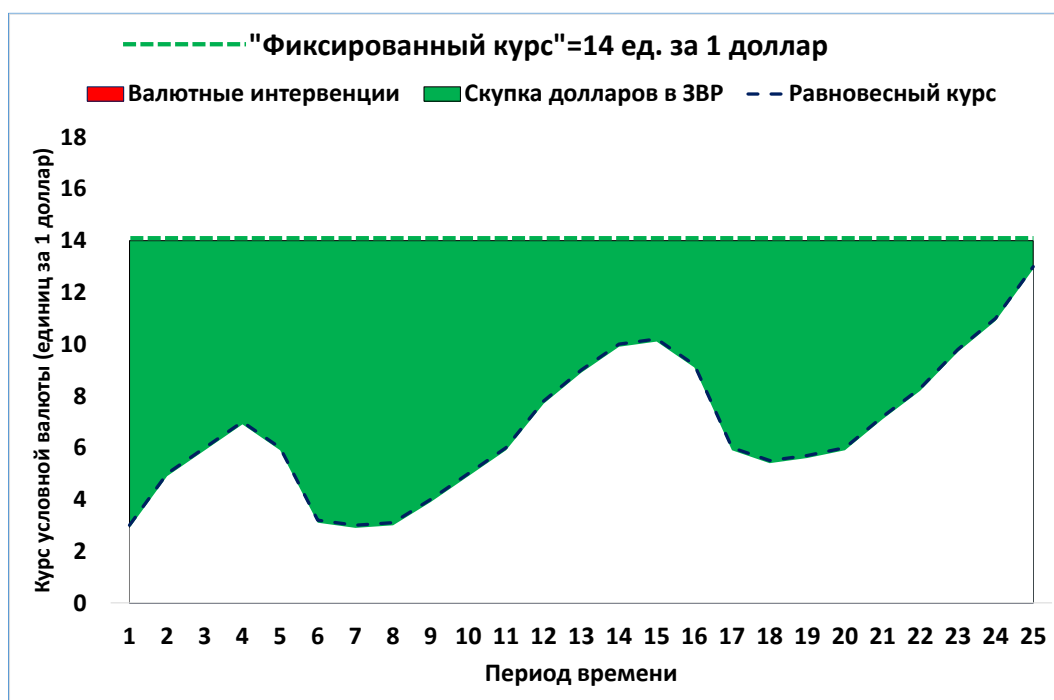
Чем определяется сила или слабость позиции ЦБ

На схеме 2 показана ситуация, когда ЦБ поочередно, то покупает валюту, то продает её. Но так как целевой уровень фиксации – это решение ЦБ, он может задавать этот уровень в широком диапазоне. И возможны ситуации, когда ЦБ действует однонаправленно: только продает валюту, или, наоборот, только покупает её. Это зависит от избранного целевого уровня фиксации. От выбора уровня фиксации также зависит «сила» или «слабость» позиции Центробанка.

Фиксация «переослабленного» рубля – сильная позиция ЦБ

Если для фиксации выбран курс рубля (местной валюты), который значительно ниже равновесного, то рыночные силы будут стремиться укрепить рубль (или другую местную валюту). И ЦБ будет постоянно выбрасывать на рынок рубли, чтобы сдерживать это укрепление. При этом будут постоянно пополняться золотовалютные резервы (*схема 3*).

Схема 3. Защищая «переослабленный» рубль от укрепления, Центробанк «вынужден» эмитировать рубли и скупать доллары, пополняя золотовалютные резервы.



Источник: схема составлена автором. Пояснения: равновесный курс такой же, как на схеме 2. Курс фиксации более слабый (14 единиц за 1 доллар вместо 6 единиц).

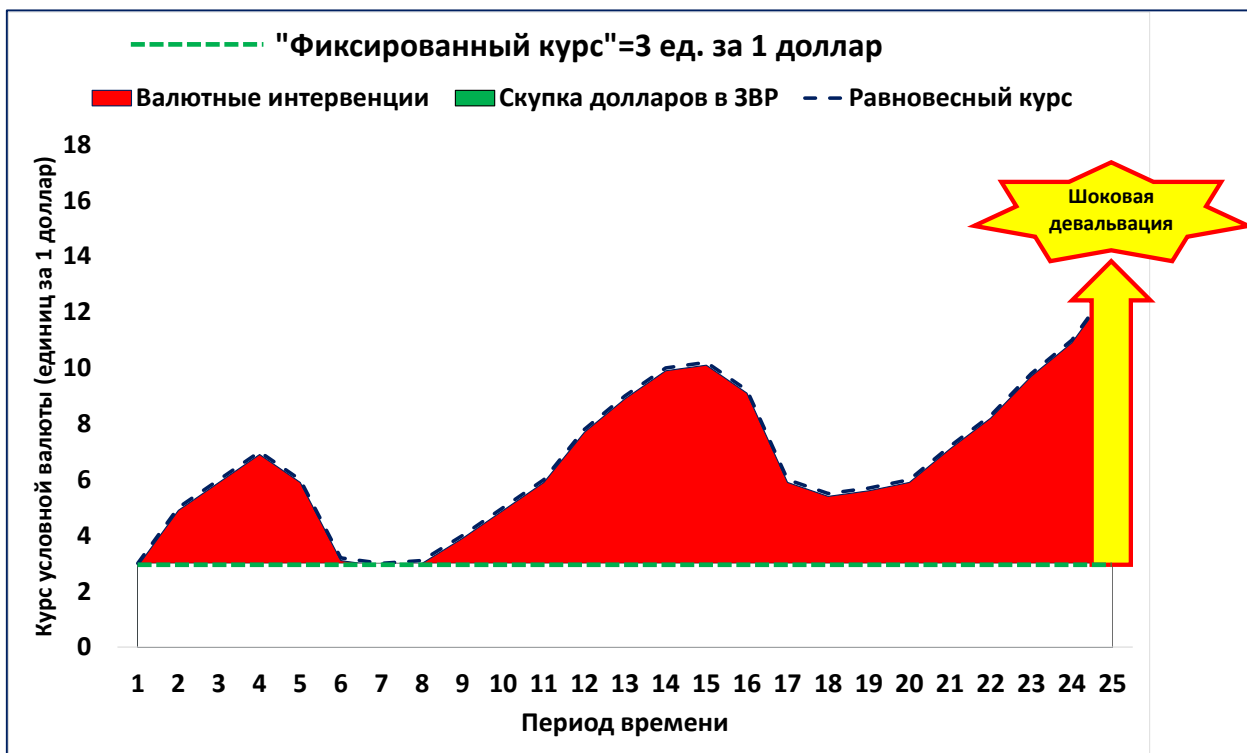
Удерживать местную валюту более слабой, чем при равновесном курсе, Центробанк может, практически бесконечно. И для этого ему не требуется тратить валюту. Достаточно в нужное время включать условный «печатный станок», скупать валюту и пополнять ей золотовалютные резервы. Другими словами, **возможности ЦБ в борьбе с укреплением рубля (местной валюты) безграничны. В этой борьбе ЦБ имеет сильную позицию.**

Пример: в сентябре 2011 года ЦБ Швейцарии объявил, что не допустит более крепкого курса чем 1,2 франка за 1 евро, и удерживал этот уровень до января 2015 года. За это время ЗВР Швейцарии увеличились более чем на 200 млрд. в долларовом эквиваленте.

Защита «переукрепленного» рубля – слабая позиция ЦБ

Наоборот, если выбранный для фиксации курс значительно выше равновесного, то рыночные силы будут стремиться ослабить рубль (местную валюту). И ЦБ придется для поддержания курса тратить золотовалютные резервы постоянно. Точнее, трата резервов будет продолжаться до их истощения или пока ЦБ не откажется от политики фиксации курса по другим причинам (*схема 4*).

Схема 4. Защита излишне крепкого рубля от ослабления ведет к трате резервов. Отказ от защиты курса (например, из-за истощения резервов) ведет к шоковой девальвации валюты.



Источник: схема составлена автором. Пояснения: Равновесный курс аналогичен схеме 2. Курс фиксации более высокий (3 вместо 6 единиц за 1

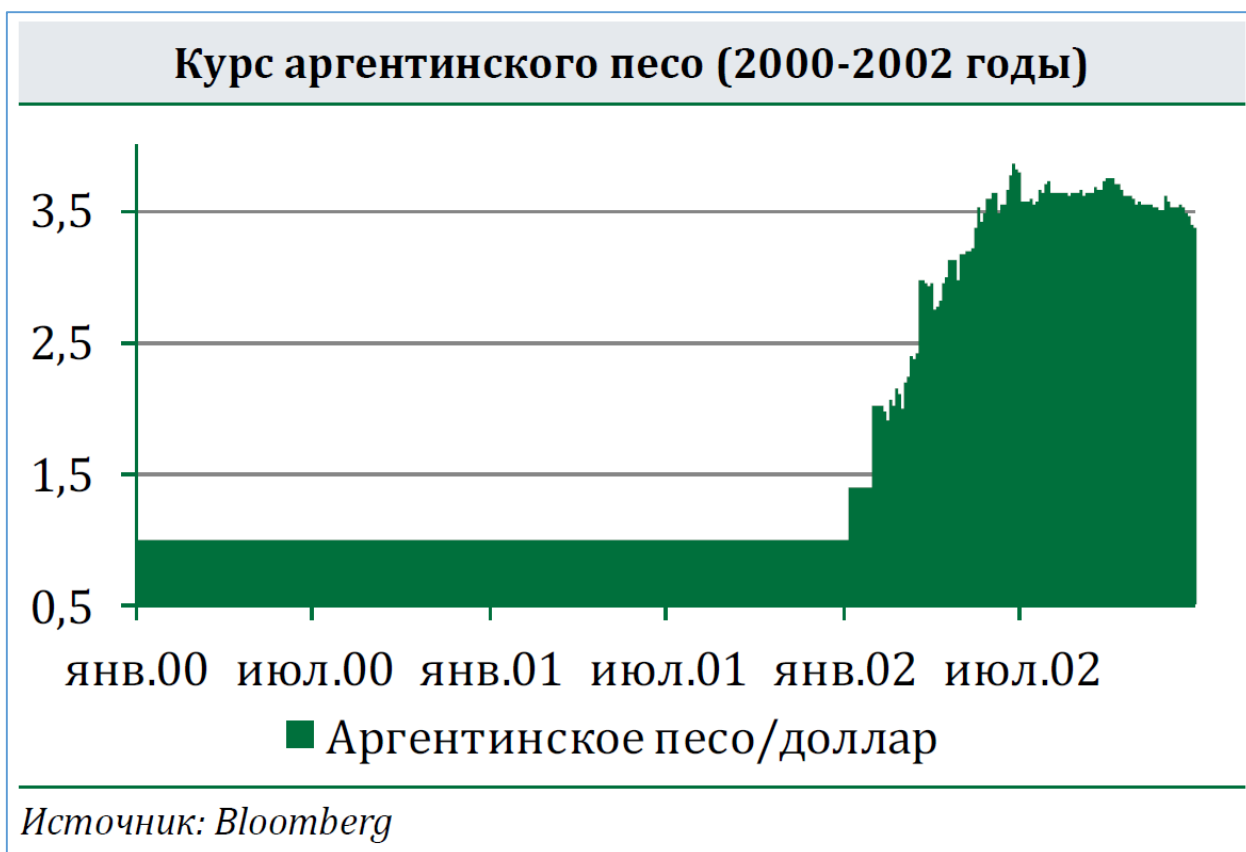
доллар). Жёлтой вертикальной стрелкой показана «шоковая» девальвация в случае отказа от поддержки курса.

Если ЦБ отказывается от фиксации курса по каким-либо причинам, то фактический курс скачкообразно перемещается в сторону равновесного (жёлтая стрелка вверх на схеме 4).

Борьба с ослаблением рубля (местной валюты), попытка удержать более высокий по отношению к равновесному курс – частая причина возникновения финансовых проблем. На *графике 2* показана девальвация местной валюты после долгого периода фиксации на примере Аргентины.

Аналогичным образом происходили события в России в 1998 году. После долгого удержания обменного курса на уровне около шести рублей за доллар, ЦБ отказался от поддержки рубля и произошла его «шоковая» девальвация.

График 2. Курс аргентинского песо рухнул после провала политики фиксации к доллару США.



Источник: «[Фиксированный курс рубля: pro et contra](#)» (ЦМИ Сбербанка, 2014).

При попытке удерживать завышенный курс рубля (местной валюты) ЗВР довольно быстро истощаются. Когда же ЗВР истощены, удерживать завышенный курс становится невозможно, и, как следствие, происходит шоковая девальвация. **Возможности ЦБ противодействовать ослаблению**

рубля (местной валюты) ограничены. В такой борьбе ЦБ имеет слабую позицию.

Бывает, но существенно реже, что власти осознают губительное влияние валютных интервенций на экономический рост (валютные интервенции приводят к крайне негативному для экономики явлению – сжатию реальной денежной массы, см. далее раздел «Стабилизация курса и экономический рост»), либо им становится жаль «палить» ЗВР. И тогда отказ от поддержки завышенного курса рубля происходит раньше и с меньшим ущербом для стабильности курса и для экономики.

На схемах (со 2-й по 4-ю) равновесный курс одинаковый, а вот курс фиксации разный. Как мы видим, от правильности выбранных для защиты уровней (рубежей) фиксации очень сильно зависит конечный результат.

Подытоживая, сформулируем, что при плавающем курсе рубля (местной валюты) позиция ЦБ всегда «нейтральная». А вот при фиксации курса позиция ЦБ бывает как «сильной» (если ЦБ скупает доллары), так и «слабой» (если ЦБ вынужден доллары продавать).

Ключевое правило стабилизации курса

Мы рассмотрели ключевые моменты, определяющие силу или слабость позиции Центробанка. Из них мы поняли, что, чтобы сохранять курс стабильным, Центральный банк должен всегда находиться в сильной позиции. Это и есть ключевое правило стабилизации курса.

Ключевое правило стабилизации курса:

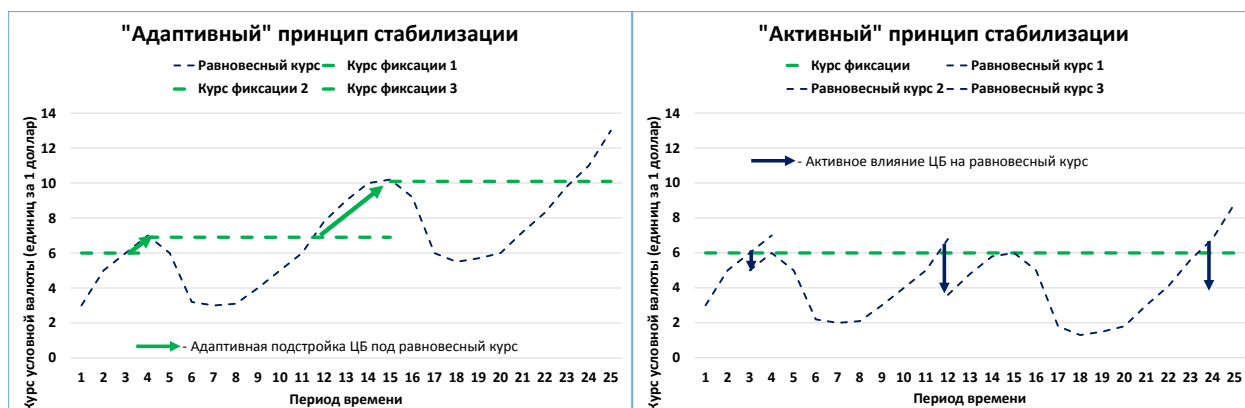
Центральный банк всегда должен находиться в сильной позиции

Чтобы стабилизировать курс и оставаться при этом (в соответствии с ключевым правилом) в сильной позиции, ЦБ может использовать два подхода – адаптивный и активный (*схема 5*).

Адаптивный способ стабилизации – это изменение Центробанком своих целевых уровней фиксации курса в соответствии с изменением внешней обстановки. Цель – оставаться в «сильной позиции». Для этого ЦБ «двигает» целевой уровень (зеленую пунктирную линию на левом графике *схемы 5*).

Активный способ стабилизации – это попытка влиять на равновесный курс. Цель та же – стремление оставаться в «сильной позиции». Для этого ЦБ (без интервенций!) пытается сдвинуть равновесный курс (синюю пунктирную линию на правом графике *схемы 5*).

Схема 5. Чтобы сохранить сильную позицию, ЦБ может либо менять целевые курсы фиксации (левая часть схемы, сдвиг зеленой линии вверх), либо влиять на равновесный курс, (правая часть схемы, сдвиг синей линии вниз).



Источник: схема составлена автором. *Примечания: Несмотря на различия, принцип один и тот же: зеленая линия должна быть выше, чем синяя. Напомним, что в активном сценарии стабилизации ЦБ пытается влиять на равновесный курс, отказываясь при этом от использования интервенций.*

Общее правило. Несмотря на различия, оба способа основаны на ключевом правиле стабилизации, изложенном выше. На схеме 5 выполнение правила означает, что зеленая линия не должна быть ниже синей.

Образно можно представить, что зазор между линиями соответствует тому, насколько широко «раскрыты двери» для притока денег в страну. Чем зазор больше – тем лучше. Тем больше рублей вливается в экономику, обеспечивая её рост, и тем больше валюты «оседает» в золотовалютных резервах.

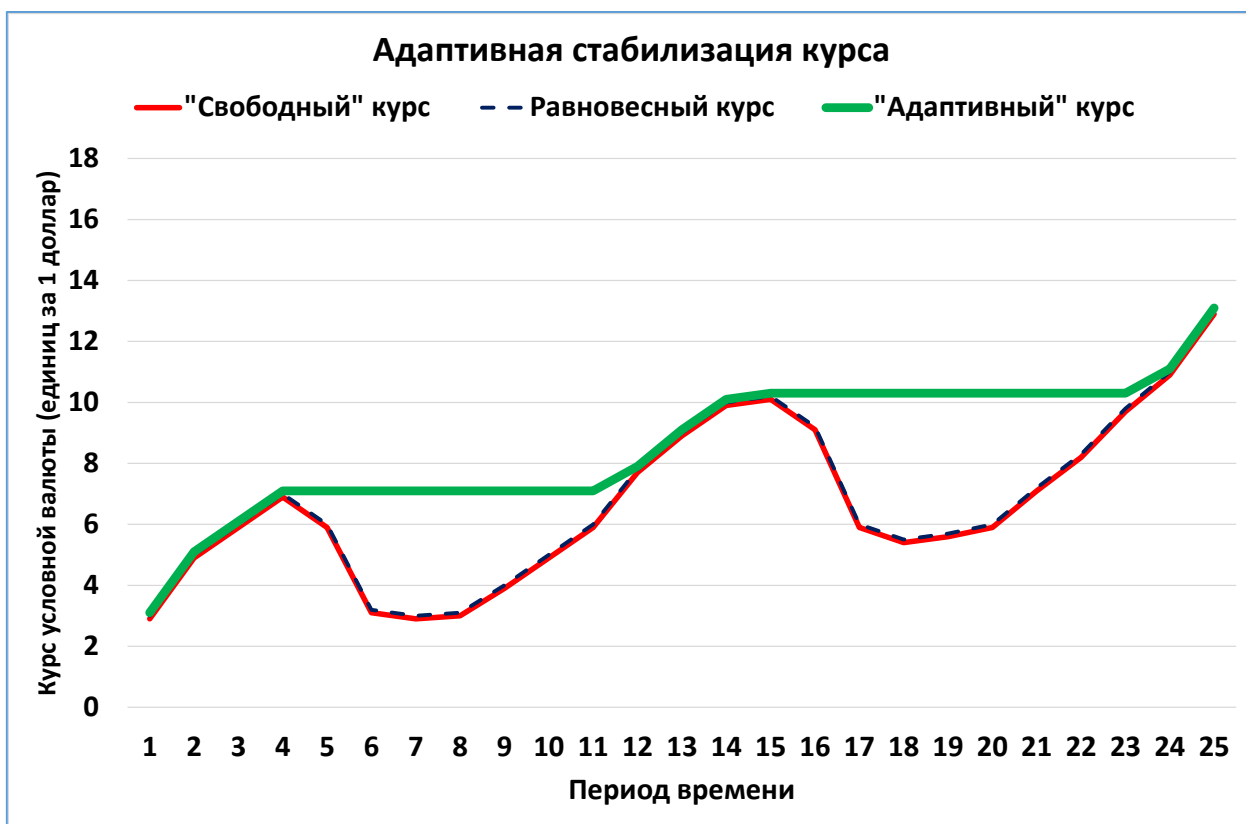
Рассмотрим эти способы стабилизации подробнее.

Адаптивный способ стабилизации курса

Адаптивный способ стабилизации курса (в отличие от активного, который рассматривается позже) назван так потому, что в рамках этого подхода Центральный банк лишь приспосабливается, адаптируется к сложившимся рыночным условиям.

Операции на открытом рынке ЦБ проводит при этом лишь в том случае, если находится в сильной позиции, то есть борется с укреплением рубля (местной валюты). Проще говоря, ЦБ только скупает валюту, но никогда не продаёт её. В результате волатильность сокращается, колебания курса – уменьшаются. А достигается эта цель очень просто: из динамики курса исключается фаза укрепления местной валюты. (схема 6)

Схема 6. ЦБ при адаптивной стабилизации курса не борется с ослаблением рубля, но борется с его укреплением. Таким образом ЦБ избегает «слабой позиции» и (почти) всегда находится в «сильной позиции», а волатильность курса уменьшается.



Источник: схема составлена автором.

Базовый алгоритм адаптивной стабилизации

Представим действия ЦБ в виде алгоритма.

Алгоритм №1 (базовый алгоритм адаптивной стабилизации).

1. ЦБ позволяет рублю (местной валюте) ослабляться.
2. ЦБ не позволяет рублю (местной валюте) укрепляться.

Действия ЦБ подобны известному выражению «Всех впускать, никого не выпускать». В нашем случае вход долларам (внешней валюте) в резервы ЦБ разрешен, выход из резервов — запрещен.

Аналогии из природы и техники

Подобный принцип часто встречается в природе и технике. Рассмотрим несколько аналогий.

Зарядное устройство

Заряжая свой телефон или планшет от бытовой электрической сети, мы каждый раз сталкиваемся с преобразованием переменного тока в постоянный ток, необходимый для заряда аккумуляторов. Процесс превращения «волатильного» переменного тока в «стабильный» постоянный ток называется

выпрямлением, а соответствующие устройства - выпрямителями. В основе «выпрямления» тока лежит использование специального прибора – диода, который изучается в курсе физики средней школы. Диод пропускает ток в одну сторону и не пропускает в другую. Так и в нашем случае: для «выпрямления» курсовой динамики ЦБ допускает движение курса в одну сторону и не допускает в другую.

Насос

Схожий принцип используется в насосах, например, в ручном насосе для велосипедных шин. Специальное устройство в насосе – клапан – позволяет воздуху двигаться только в одном направлении⁶. В противном случае, при движении поршня насоса в одну сторону, воздух из насоса поступал бы в шину, а при обратном движении поршня воздух из шины возвращался бы обратно в насос, и шина не накачивалась бы. Если используется клапан, то вместо переменного и «волатильного» потока воздуха (в шину и из неё) мы получаем постоянный, стабильный поток воздуха, выполняющий полезную работу по накачиванию шины. Подобным же образом клапаны сердца или венозные клапаны позволяют крови двигаться только в одном, правильном направлении.

Удав

Подобным же образом действует удав, убивая свою жертву. Обхватив ее тело плотными кольцами удав ... ждет. Он не дает своей добыче вдохнуть, но дает выдохнуть. Когда жертва, пытаясь дышать, делает очередной выдох, он сжимает ее тело еще сильнее. В конце концов жертва задыхается. В нашем примере с курсами валют, жертвой является волатильность, изменчивость курса. Фаза укрепления рубля (местной валюты) является для волатильности аналогом «вдоха». Но ЦБ, используя адаптивный способ стабилизации, не дает волатильности «вдохнуть», и таким образом «душит» её.

Другие аналогии

Не дать курсу рубля укрепиться перед ослаблением это всё равно, что не дать спортсмену разбежаться перед прыжком в длину, а разрешить прыгать только с места. Или то же самое, что не дать дровосеку размахнуться топором, чтобы отрубить сук, а позволить лишь давить лезвием топора на этот сук. Отсутствие укрепления (как аналога размаха, разбега) уже само по себе снижает импульс последующего ослабления курса рубля.

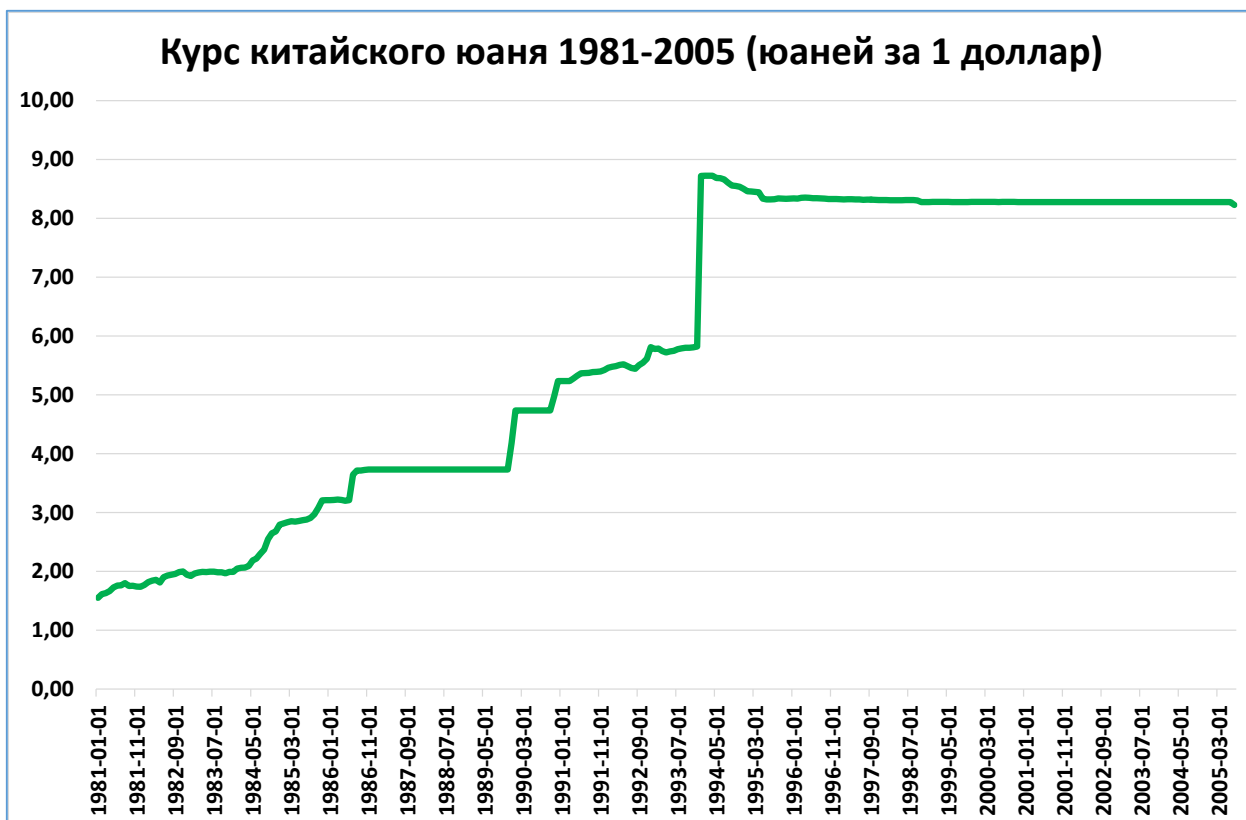
Используя военную терминологию, можно сказать, что адаптивная стабилизация курса заключается в том, что ЦБ «не ввязывается в бой», когда его позиции слабые. Но отступив на выгодные позиции, удерживает их твёрдо.

⁶ В самой шине этой же цели служит другой клапан – ниппель.

Пример Китая

Возможно, кому-то предложенный метод стабилизации кажется умозрительным. Но это реальная практика многих Центробанков мира. Именно таким образом действовал Народный банк Китая на протяжении десятилетий (*график 3*).

График 3. Банк Китая успешно использовал адаптивный способ стабилизации курса юаня в течении многих лет. Это одна из главных причин экономических успехов Китая.



Источник: [FRED](#)

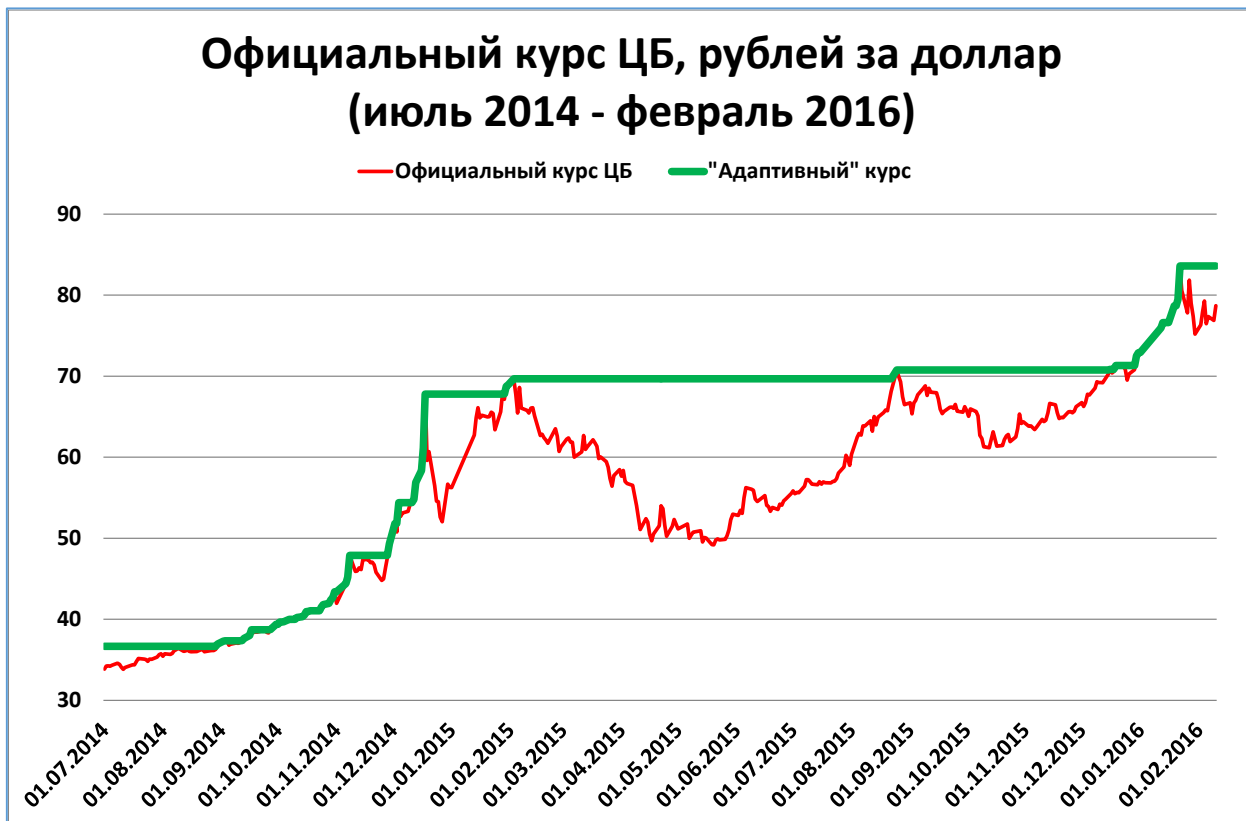
Как видно из графика, адаптивная стабилизация не означает постоянного ослабления валюты. На графике видны продолжительные периоды стабильного курса. Например, курс юаня был стабильным с сентября 1986 – по ноябрь 1989 на протяжении 38 месяцев (более трех лет). Но рекордным был период стабильного курса с февраля 1994 – по июнь 2005 (более 10 лет!).

Другими словами, адаптивная стабилизация не означает постоянного ослабления курса рубля (местной валюты), а приводит к стабилизации курса на длительных промежутках времени.

Адаптивная стабилизация для России

Каким был бы курс рубля при использовании адаптивной стабилизации? Наглядно это показано на *графиках 4 и 5*.

График 4. ЦБ мог обеспечить стабилизацию курса, исключив периоды укрепления рубля в течение последних двух лет.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора, данные на 14.02.2016.

Как видно из графика 4, при использовании адаптивной стратегии стабилизации, можно было более года обеспечивать практически стабильный курс рубля в диапазоне 68-71 рублей за один доллар. Это разительным образом отличается от «валютных качелей», которые наблюдались в это время по факту и обозначены красной линией (см. также график 1).

Подобная ситуация характерна не только для последних лет, но и для более чем 20-летней истории курса (*график 5*).

График 5. Применение адаптивного способа стабилизации позволило бы исключить колебания курса и в прошлом.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора.

Как видно на графике 5, курс рубля мог бы быть исключительно стабильным с конца 2000 года до конца 2014 года (14 лет!). С отметки 27,8 рубля за доллар курс испытывал бы всего два шага изменения: до 32 рублей (на 15%) к декабрю 2002 года и до 36 рублей (на 13%) к февралю 2009 года.

Другие алгоритмы

Приведем еще две разновидности базового алгоритма адаптивной стабилизации, описанного выше.

Алгоритм №1.1 (ступенчатое ослабление). В базовом алгоритме №1 позиция ЦБ сильна только во время тенденции к укреплению рубля. В случае же ослабления рубля, курс подобен свободно плавающему, и позиция ЦБ «нейтральна» (не слабая, но и не сильная). Такой нейтралитет имеет свои минусы. Плавное ослабление местной валюты с неизбежностью приводит к тому, что всё больше людей и организаций стараются от неё избавиться.

Вот что в декабре 2014 года [писал](#) о подобной ситуации Сергей Алексашенко (2014): «Но именно те, кто сегодня поддался панике, и определяют, что происходит с рублем. Кто-то один, проклиная себя, что не купил доллар по 40-50-60, бежит покупать его по 70. А кто-то другой, проклиная себя, что продал доллар по 40-50-60, зарекся его продавать ниже 100. В результате,

рубль катится по наклонной плоскости и непонятно, где у него будет отскок и когда» (см. также «[Отрицательные последствия плавной девальвации валюты](#)», Блинов, 2016а). Чтобы избежать этого эффекта, можно использовать алгоритм №1.1. Он предполагает, что ЦБ должен находиться в сильной позиции всегда (исключается не только «слабая», но и «нейтральная» позиция).

1. При попытках укрепления рубля, ЦБ удерживает курс от этого укрепления.
2. При ослаблении рубля свыше определенных значений (скажем, 3%), ЦБ проводит разовое ослабление курса на величину до 18-20%. Такое ослабление не становится критическим для большинства экономических агентов, но резко прекращает приток желающих продать рубли и купить доллары.

Казахстан, февраль 2014 года (пример адаптивной стабилизации, алгоритм №1.1). До ноября 2014 года Казахстан на валютном рынке фактически проводил политику адаптивной стабилизации по алгоритму №1.1 (см., например, [Фарчи, 2015](#)). В случае давления на курс, тенге одномоментно девальвировался примерно на 20%⁷. Именно такой эпизод, произошедший в феврале 2014 года и показан на *графике 6*.

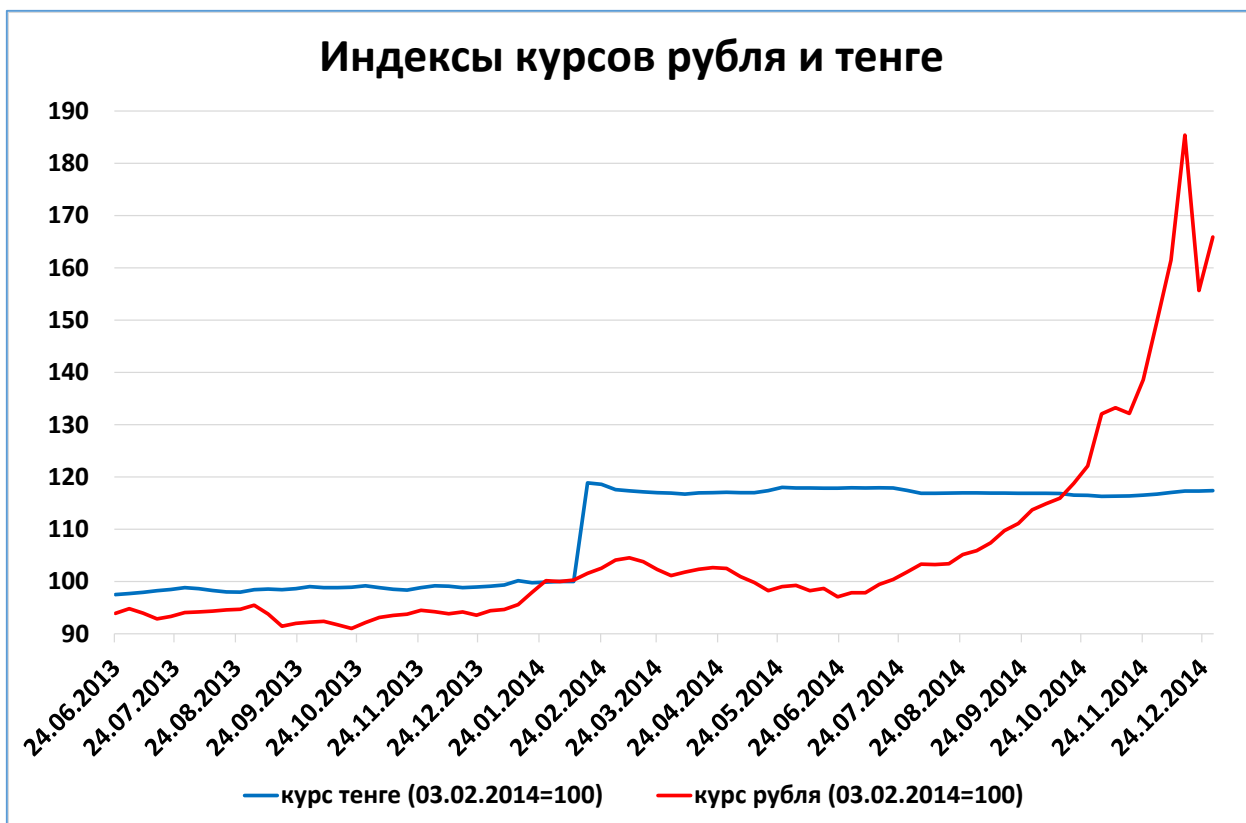
Такие ступенчатые ослабления в пределах 20% хороши еще и тем, что при этом слабо проявляется одно из самых чувствительных проявлений девальвации – инфляция.

Тенге тогда был девальвирован на 18%. Инфляция при этом значительно не выросла. Даже импортёры в таких случаях не торопятся переписывать прейскуранты, опасаясь, в частности, потерять долю рынка. Максимальной инфляция была в феврале (1,7%) и в марте (1%). Далее, вплоть до декабря 2014 года месячный рост цен ни разу не превысил 0,6%. В годовом выражении максимум инфляции составил всего 7,4% (сентябрь 2014).

В России, которая не использовала адаптивную стратегию стабилизации, и скачок курса получился более высоким (что видно на том же графике 6), и инфляция разыгралась намного сильнее. В месячном выражении она достигала 3,9% (январь 2015), а в годовом – 16,9% (март 2015).

⁷ Отметим, что после каждого такого ослабления Национальный банк Казахстана вновь оказывался в «сильной позиции». В описанном нами эпизоде «сильная позиция» Национального банка Казахстана подтверждается ростом валютных резервов (для Казахстана это международные резервы и активы Национального фонда РК) страны с 97 до 105 млрд. долларов с февраля по ноябрь 2014 года.

График 6. В 2014 году ступенчатая девальвация в Казахстане позволила избежать больших колебаний курса. В России из-за «плавности» девальвации возник ажиотаж на рынке валюты и рубль ослабел почти в 2 раза.



Источник: [Финам](#), расчеты автора (показаны средние цены за неделю с июня 2013 по декабрь 2014).

Можно сделать вывод, что при адаптивной стратегии ослабление местной валюты происходит на меньшую величину. И уже по одной этой причине инфляция, вызванная снижением курса, проявляется в меньшей степени.

Есть также причина, почему ступенчатая девальвация приводит к меньшему суммарному ослаблению курса рубля (местной валюты). Дело в том, что рост цен при девальвации очень сильно зависит от доли импорта в потреблении.

Используя медицинскую аналогию, можно сказать, что регулярный приём таблеток (ступенчатая девальвация) лечит больного, но приём целой горсти тех же таблеток за один раз (шоковая девальвация) может того же человека убить.

Другое медицинское сравнение: ступенчатая девальвация, сделанная вовремя, сродни диагностике и лечению онкологического заболевания на ранней стадии. И такое лечение обходится без ущерба для пациента. Если же болезнь запущена, то лечение уже может потребовать ампутации больного органа или вовсе невозможно.

Наглядно это можно увидеть на *схеме 7*.

Схема 7. Влияние девальвации на инфляцию (при прочих равных) тем больше, чем выше доля импорта в потреблении.



Источник: схема составлена автором. Примечание: цифры условные.

Дело в том, что ослабление курса рубля (местной валюты) влияет не только на инфляцию в моменте. Оно же влияет и на структуру потребления – доля импорта в потреблении уменьшается. Страна, в которой произошло (или продолжается) ослабление местной валюты, «мигрирует» из левой части схемы 8, в правую часть. Доля импорта в потреблении такой страны (при прочих равных) снижается, и влияние снижения курса на инфляцию становится всё меньше. Именно поэтому инфляция из-за ослабления курса рубля (или другой местной валюты) имеет «затухающий» характер.

Поэтому страна, которая проводит у себя ступенчатую девальвацию, не только играет на опережение и сокращает неизбежные (на пути ослабления валюты) потери. Она заранее активно изменяет структуру своего потребления, и инфляция в этой стране становится менее чувствительна к дальнейшему ослаблению курса.

Курс при девальвации «ступенями» ослабляется (при прочих равных) на меньшую величину ещё и потому, что вместо траты резервов, происходит их накопление.

Другими словами, при адаптивной стабилизации курса ослабление бывает даже меньшим, чем при попытках «плавно девальвировать» валюту, используя интервенции.

Алгоритм №1.2 (допускается плавное укрепление местной валюты). Алгоритм №1.1 направлен на то, чтобы избежать вовлечения «всё более широких народных масс» в дело ослабления рубля. Алгоритм же №1.2, напротив, использует эффект «вовлечения масс», но только в дело укрепления, а не ослабления рубля. Всё дело в плавности изменений. При плавном укреплении рубля, всё большее число экономических агентов будут заинтересованы в его покупке.

Чтобы использовать эффект «вовлечения масс», ЦБ может не препятствовать укреплению местной валюты, а позволить ему плавно и очень медленно укрепляться. Например, в течение года рублю может быть «позволено» укрепиться с 84 до 83 рублей за доллар. Плавное укрепление рубля привлечёт дополнительных продавцов валюты на рынок. Будет реализовано одно из главных правил ценообразования: «Повышай цену (в нашем случае – курс рубля) медленно, опускай быстро» (Блинов, 2016а).

Возможны и другие варианты алгоритма №1. Например, ЦБ может начать бороться с укреплением местной валюты не в точке её максимального ослабления, а только после того, как она «естественным путём» укрепитя по отношению к этому максимуму на определенную величину, например, 1%.

Можно ориентироваться на динамику пополнения резервов. Примером подобной модификации алгоритма было бы такое правило: «Как только объем пополнения международных резервов становится менее 2 млрд. долларов за неделю (или за 5 рабочих дней), проводим ступенчатую девальвацию на 18%».

Активный способ стабилизации курса

Выше мы описали, как ЦБ может адаптироваться к складывающимся на рынке тенденциям и сглаживать курсовые колебания. Но ЦБ может не только приспосабливаться к ситуации, у него есть возможности активно на эту ситуацию влиять. Для этого Центробанку необходимо использовать силы, которые подталкивают равновесный курс в сторону укрепления рубля.

Как определить равновесный курс

Мы отмечали, что если ЦБ не покупает и не продает валюту, то равновесный курс определить легко – это тот курс, который в данный момент существует на рынке, текущий, фактический курс. Но если ЦБ проводит интервенции, разве можно в этом случае знать равновесный курс? Действительно, точно определить равновесный курс в этом случае невозможно. К счастью, точное определение равновесного курса и не требуется. Во-первых, мы легко можем понять является ли равновесный курс более высоким или более низким, чем текущий. Это можно определить, зная направление интервенций ЦБ.

- Если Центробанк продает валюту (покупает рубли), значит он борется с ослаблением рубля, и равновесный курс рубля находится ниже, чем сейчас.
- Если ЦБ продает рубли (покупает валюту), значит, он борется с укреплением рубля, и равновесный курс рубля находится выше чем сейчас.

Степень отклонения фактического курса от равновесного тоже можно оценить. Делать это можно (и очень удобно!) в других единицах – в объемах интервенций за период времени. Чем больше объем интервенций для поддержания курса, тем сильнее отличие фиксированного (поддерживаемого) курса от равновесного. Сразу представляется такая фраза: «На прошлой неделе фактический курс был крепче равновесного на 2 млрд. долларов (валютных интервенций ЦБ в неделю), а на этой – всего на 1 млрд.»

Суть активного подхода

Как мы знаем, на курс местной валюты часто влияют силы, не зависящие прямо от действий ЦБ. Например, при прочих равных укреплению рубля содействуют высокие нефтяные цены или мягкая денежная политика ФРС (или другого ЦБ – эмитента «внешней валюты»). Но есть и такие силы, на которые Центробанк вполне может влиять. И если ЦБ свое влияние использует, то он таким образом продемонстрирует активный подход к стабилизации курса. Центробанк в этом случае не «прогибается» под изменчивый мир, а сам пытается этот мир изменить.

Наглядно схема действий Центрального банка при таком подходе показана на правой части схемы 5. Как только равновесный курс становится выше курса фиксации, ЦБ предпринимает действия, которые «сдвигают» кривую равновесного курса вниз, в сторону укрепления рубля (местной валюты). Соответственно ЦБ остается в сильной позиции.

Необходимо отметить, что такой подход в корне отличается от политики валютных интервенций, при которой ЦБ продает свои валютные запасы. Вместо того, чтобы тратить валюту самому, ЦБ различными мерами «призывает» других держателей валюты потратить её на приобретение рублей. Если выразить цель действий ЦБ совсем просто – он должен предпринять такие меры, которые привлекут в страну валюту.

Какими возможностями привлечь валюту располагает ЦБ? Давайте некоторые из них рассмотрим.

Повышение ставок

Простейшим способом привлечь в страну валюту, как это было отмечено выше, является повышение ставок. Такая мера традиционно применялась еще со времен золотого стандарта. Мировой «валютой» в те времена было золото. И если в какой-либо стране ЦБ сталкивался с оттоком золота, то повышение

ставок было традиционным ответом. Рассмотрим несколько исторических примеров повышения ставок.

США, 1931 год

Бен Бернанке, бывший глава ФРС, описал такой эпизод в истории США в одном из своих [выступлений](#). Эпизод имел место в 1931 году. Незадолго до этого был девальвирован британский фунт⁸. *«С падением фунта, спекулянты обратили свое внимание на доллар США, который (учитывая экономические трудности, испытываемые Соединенными Штатами осенью 1931 г.) многим казался следующей валютой в очереди на девальвацию. Центральные банки⁹, так же, как и частные инвесторы, конвертировали значительное количество долларовых активов в золото в сентябре и октябре 1931 года, сократив золотовалютные резервы ФРС...*

Для стабилизации доллара ФРС в очередной раз резко повысила процентные ставки, в надежде на то, что валютные спекулянты будут менее склонны ликвидировать долларовые активы, если они смогут получить на них более высокую норму прибыли. Стратегия ФРС сработала в той части, что атака на доллар пошла на убыль и приверженность США «золотому стандарту» была успешно защищена, по крайней мере на тот момент», (Бернанке, 2004). Бернанке называет повышение ставок в ответ на отток золота (внешней валюты) «давно установившейся практикой Центральных банков».

США, 1980-е годы

В 1970х годах большой проблемой для США стала инфляция. И Пол Волкер, пришедший на пост главы ФРС в августе 1979 года, стал бороться с ней, используя повышение ставок.

С 10% в апреле 1979 года к апрелю 1980 года ставки ФРС были повышены до 17,6%. В декабре 1980 года ставки были уже на уровне 19% и держались на таком высоком уровне практически до июля 1981 года, после чего началось их постепенное снижение.

Повышение ставок было направлено на борьбу с инфляцией, и она в результате снизилась с 13,5% в 1980 году до 3,2% в 1983 году. Нас же интересует другой аспект: как повышение ставок сказалось на курсе американской валюты?

Вполне ожидаемо курс доллара к другим валютам вырос. Например, если в январе 1980 года за 1 доллар давали 1,7 немецких марки, то к началу 1985 года – уже 3,3 марки (*график 7*).

⁸ Всё происходило так, как изображено на схеме 4 этой статьи – после долгой защиты фунта путем «золотовалютных» интервенций, Банк Англии вышел из золотого стандарта и тем самым девальвировал фунт.

⁹ Имеются в виду зарубежные (по отношению к США) Центральные банки

График 7. Повышение ставок в США вызвало настолько сильное укрепление доллара к немецкой марке и другим валютам, что потребовало вмешательства на межгосударственном уровне (соглашение в отеле «Плаза»).



Источник: [FRED](#)

Укрепление происходило и к другим валютам, например, к японской йене. Удорожание доллара стало настолько беспокоить США, что в 1985 году состоялось соглашение в отеле «Плаза». Согласно этому соглашению совместными усилиями центральных банков было проведено целенаправленное ослабление доллара к другим валютам, прежде всего к упомянутой марке и йене.

Россия, 2014-2015 годы

Россия тоже имеет подобный опыт. Борясь с ослаблением рубля Центральный банк России в декабре 2014 года резко поднял ключевую ставку с 10,5 до 17 процентов. Это привело к тому, что курс рубля стал расти. За первую половину 2015 года рубль укрепился с 70 до 49 рублей за доллар. Ради справедливости надо отметить, что способствовал укреплению и происходивший в это время рост цен на нефть (хотя, с другой стороны, этот рост лишь компенсировал снижение ставки ЦБ с 17 до 11 процентов).

Основываясь на международных и российских примерах, можно уверенно утверждать, рост ставок оказывает повышательное воздействие на курс местной валюты.

Привлекательные активы

Другим фактором привлечения валюты из-за рубежа является наличие в стране доходных (выгодных) активов. В качестве таких активов могут выступать, например, акции или облигации.

Акции

Рост цен на акции в какой-либо стране привлекает инвесторов из других стран. Ведь это возможность получить доход. Именно поэтому растущие фондовые рынки приводят к притоку капитала в страну, а падение индексов может быть причиной оттока.

Одной из причин бурного роста экономики США в 19 веке был приток капитала, в том числе иностранного, в растущие акции сначала каналов, а затем железных дорог, бум строительства которых наблюдался в США в те годы. Вот как [описывает](#) Елена Чиркова (2010) ситуацию с притоком денег на строительство канала, соединившего Гудзон (Нью-Йорк) с озером Онтарио:

«В 1819 году, когда была открыта еще одна часть канала, возник наплыв инвесторов из других штатов в ценные бумаги компании. Шквал интереса был вызван тем, что выручка канала оказалась выше ожидаемой. Денег удалось привлечь столько, что их невозможно было использовать под строительство. Фактически канал, переименованный к тому времени в канал Эри, превратился в инвестиционный фонд, который на собранные средства покупал облигации; он стал, как выражается американский экономический историк Роберт Собел (Robert Sobel), «насосом благополучия» (выделено мной, С.Б.) в штат Нью-Йорк. Однако покупку бумаг канала наращивают и английские инвесторы, такие, например, как банк «Бэринг», и к 1829 году именно они контролируют компанию...

В 1825 году два внутренних проекта затеял и штат Огайо. Денег внутри штата на них не нашлось. Было принято решение выпустить облигации под гарантии штата и продать их частным инвесторам в Нью-Йорке. За семь лет таким образом удалось поднять 4,5 млн долларов. Среди инвесторов было довольно много англичан. Эти каналы оказались прибыльными, что добавило энтузиазма. К 1833 году через штат проходило 400 миль каналов, к 1850-му – 1000 миль».

Обратите внимание – в обоих случаях наряду с внутренними инвесторами, активное участие в инвестировании принимали и англичане. Также обратите внимание на выражение «насос благополучия». К этому образу мы еще вернёмся.

Аналогичным образом проходили и два «железнодорожных бума» в США. Первый из них пришелся на 1840-е -1850-е годы. О важности притока иностранного капитала говорит то обстоятельство, что бум прекратился из-за Крымской войны в Европе. Она вызвала отток европейских капиталов из США

– деньги требовались на войну. Второй железнодорожный бум пришелся на 1870-1890 годы.

Подобными примерами притока капитала на растущий фондовый рынок изобилует и история других стран. В России массированный приток капитала в 2006-2008 годах был вызван, в том числе, бурно растущими котировками акций – индекс РТС с июня 2005 года по июнь 2008 года вырос с 700 до 2300 пунктов – более чем в три раза.

Влияние роста рынка акций на потоки капитала понять не сложно. Но что может делать для этого роста ЦБ? Влиять на рост фондового рынка ЦБ прямо не может, но может опосредованно, через наращивание денежной массы. В России имеется опыт и другого рода, опыт прямой государственной поддержки фондового рынка. Вот как описывает [Финмаркет \(2012\)](#) историю поддержки ВЭБом рынка акций в 2008-2009 годах:

- «Правительство в октябре 2008 года, когда фондовый рынок стремительно падал, приняло решение разместить на депозите в ВЭБе средства ФНБ в сумме 175 млрд рублей для приобретения ценных бумаг российских компаний. Депозитный договор предусматривал, что средства ФНБ размещаются в ВЭБе на срок до 21 октября 2013 года под 7% годовых, а доход выплачивается в конце срока действия депозита.
- Через год (в декабре 2009 года) ВЭБ вернул депозит в полном объеме и проценты по ставке 7% годовых. По оценкам Минфина, сумма процентов составила порядка 13 млрд рублей
- ВЭБ, ставший в кризис одним из крупнейших портфельных инвесторов, очень хорошо заработал на этих операциях. Тогда министр финансов Алексей Кудрин сообщал, что размещение на фондовом рынке средств ФНБ принесло Внешэкономбанку около 100 млрд рублей прибыли, в том числе 30 млрд рублей - в виде денежных средств».

Подобные действия могут быть произведены и с использованием денег не бюджета, а самого Центрального банка. Для этого можно использовать множество различных схем. Пример: ЦБ выдаёт Минфину кредит под залог валютных активов бюджетных фондов, и этот кредит используется Минфином на цели поддержки фондового рынка по описанной выше схеме. Есть и другие варианты.

Облигации

Когда выше мы говорили о «железнодорожных бумагах» в США, мы уже отмечали, что иностранные инвесторы охотно вкладывают свои деньги не только в растущие акции, но и в доходные и зачастую гарантированные властями облигации.

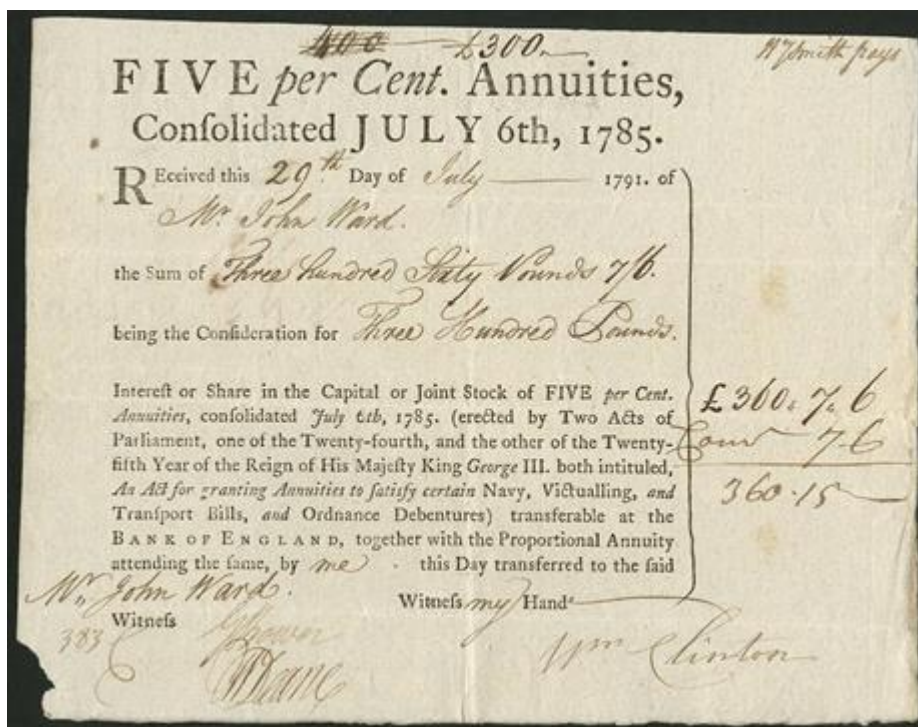
Приток валюты в облигации очень похож на приток из-за повышения ставок Центральным банком. Ставка Центрального банка задаёт общие ориентиры по

различным ставкам в экономике. В том числе от ставки ЦБ зависит и доходность облигаций. Если ЦБ поднимает ставки, то доходность облигаций, как правило, тоже возрастает.

История знает множество примеров того, как приток валюты (а во времена золотого стандарта – золота) происходил из-за желания приобрести доходные, зачастую гарантированные государством, облигации. Приведём два таких примера.

Первый пример, это знаменитые «консоли» Великобритании (*рис.1*). Своё название они получили от созданного в 1749 году Consolidated Fund, в котором были «собраны» все долги династии Стюартов. Надёжные и ликвидные, эти облигации «пользовались устойчивым спросом у иностранных инвесторов, особенно у голландцев» (Фергюсон, 2010, стр. 89-90).

Рисунок 1. Британская консоль с купоном 5%.



Источник: <http://www.the-saleroom.com>

В определенном смысле именно этим консолям Великобритания обязана тому, что стала мировым финансовым центром (перехватив инициативу у голландцев). Эти же облигации, выполнявшие роль «денежного насоса» способствовали победе Великобритании в долгом противостоянии с Наполеоном и знаменитой Британской промышленной революции. Удивительно, но до сих пор долг по этим ценным бумагам является (пусть и незначительной) частью государственного долга Великобритании – облигации эти бессрочные.

В России тоже есть опыт (менее удачный) привлечения валюты таким образом. Речь идет о печально известных государственных краткосрочных облигациях, ГКО, рынок которых рухнул в 1998 году. Несмотря на все минусы эпизода с ГКО, он наглядно иллюстрирует, что приток валюты в подобные инструменты возможен и что он вызывает укрепление валюты.

Нас интересует один период действия ГКО. В 1996-1997 годах эти облигации, имевшие высокую доходность¹⁰, стали привлекать инвесторов, в том числе иностранных.

Именно приток капитала в ГКО создал ситуацию, когда ЦБ находился в «сильной позиции» (то есть боролся с укреплением рубля, поддерживая свою политику фиксированного курса). И именно нахождение в «сильной позиции» позволяло на протяжении нескольких лет удерживать курс стабильным¹¹.

Другими словами, если не повторять ошибок ГКО¹² и, наоборот, использовать положительный опыт других стран, то этот способ сдвига кривой равновесного курса вполне может быть использован Центральным банком или Минфином, чтобы задать тенденцию к укреплению рубля (местной валюты).

ЦБ может вести свою, независимую, политику на рынке облигаций, так как у него есть возможность выпускать собственные облигации, хорошо известные облигации Банка России (ОБР). Обратим внимание, что прекращение выпуска ОБР в 2011 году было одним из весомых факторов, отрицательно повлиявших (не только на инфляционную картину, но и) на курсовую ситуацию в России.

Схема и алгоритм действий ЦБ при активной стабилизации

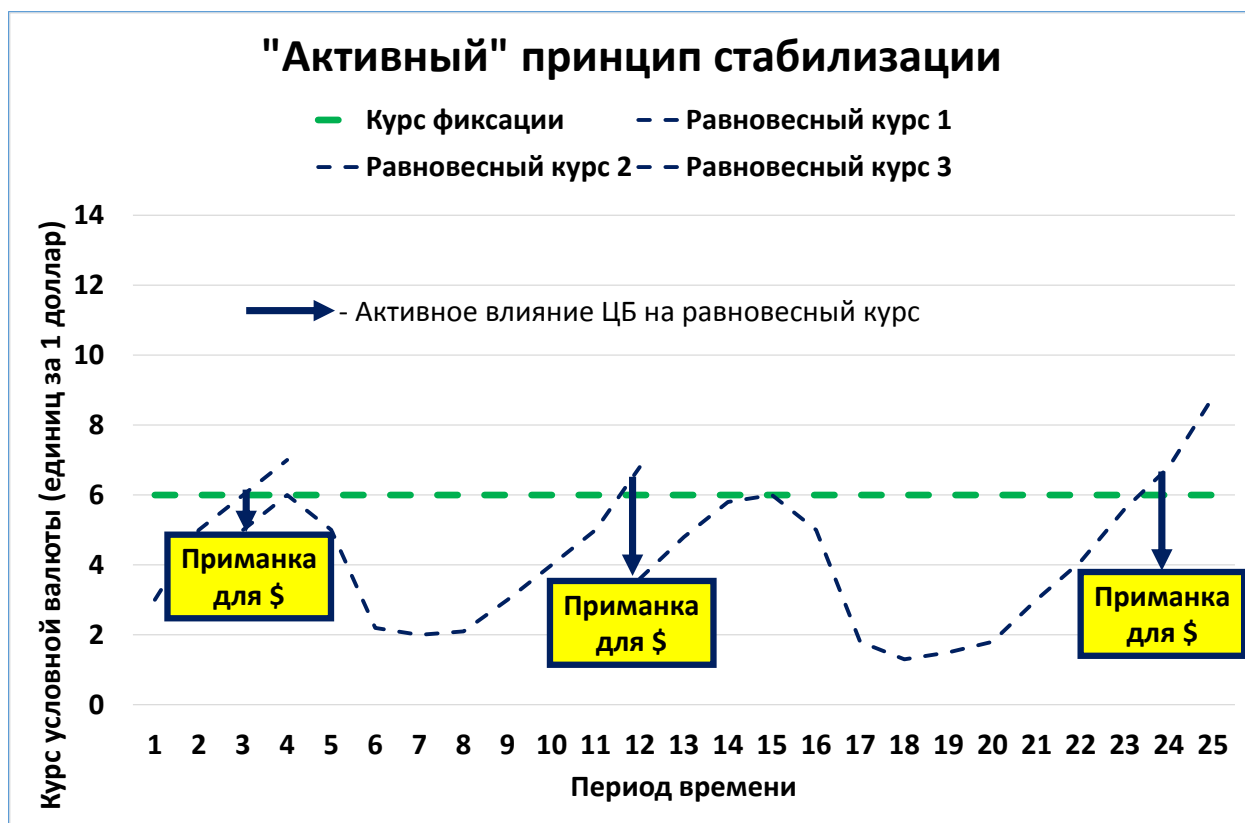
Можно приводить и другие примеры. Но важнее понять, что общего во всех (в том числе перечисленных выше) способах, которыми кривая равновесного курса сдвигается вниз? И как это используется для стабилизации курса? Наглядно это изображено на *схеме 8*.

¹⁰ Уже в начале 1998 года доходность достигала 50% годовых, а к июлю – даже 140% годовых.

¹¹ Как только потоки капитала развернулись и рыночные силы стали работать на ослабление рубля, ЦБ оказался в слабой позиции. Но корректировать ее (по адаптивному сценарию) не стал, а пытался «бороться» с рыночной стихией с помощью валютных интервенций, что было ошибкой.

¹² Один из недостатков – краткосрочность этих бумаг. Обратите внимание, что британские консоли были бессрочными.

Схема 8. Как только равновесный курс выходит за пределы целевого уровня, ЦБ «сдвигает» его, предлагая своеобразную «приманку» (например, привлекая валюту в рублёвые активы повышением ставок или другими способами).



Источник: схема составлена автором.

Рассмотрим алгоритм действий ЦБ на примере этой схемы.

Алгоритм №2 (активная стабилизация курса).

1. Режим ожидания. Если равновесный курс более высокий, чем целевой (желательный) уровень фиксации, то синяя пунктирная линия на схеме ниже зеленой пунктирной. Для поддержания устойчивого курса Центробанк в этом случае должен просто скупать валюту в резервы. Никаких дополнительных мер от ЦБ в этом случае не требуется.
2. Сигнал к действию. Если возникают силы, ослабляющие рубль (например, из-за снижения экспортных поступлений или ужесточения денежной политики зарубежными странами), то синяя линия поднимается выше зеленой. Понять это тоже просто — курс выходит за пределы «целевых» границ, (возникает потребность в сдерживании ослабления рубля). В ретроспективе такие моменты видны, например, если Центробанк начал проводить валютные интервенции. В режиме реального времени ЦБ может это знать заранее — по сокращению объемов закупки валюты в ЗВР за определённый период времени, например, месяц.

3. Действие. Вместо траты резервов на интервенции, ЦБ избирает другой путь стабилизации курса – он принимает меры, сдвигающие равновесный курс вниз. Каковы бы ни были эти меры, суть их сводится к одному: создать дополнительный стимул для владельцев долларов (внешней валюты) приобрести рублёвые активы (активы, номинированные в местной валюте). Стимул выражается в возникновении некой «приманки», аттрактора, к которому «устремляется» валюта. ЦБ, самостоятельно или в кооперации с Минфином, имеет необходимые инструменты создания таких «приманок». Конкретный выбор зависит от «вкусов» руководства Центробанка. Примеры:
- а. Повышение ставки по депозитам в ЦБ, ключевой ставки, ставки предоставления рублёвой ликвидности под залог валюты.
 - б. Повышение доходности и объемов продаж ОБР (или ОФЗ¹³, по договоренности с Минфином,).
 - с. Стимулирование рынка акций (совместно с Минфином).
4. Фиксация. Завершающий момент: ЦБ не дает возникшему потоку долларов укрепить рубль. Он держит курс рубля стабильным, выкупая вновь появившиеся «излишки» валюты в резервы. И находится при этом в «сильной позиции».

Завершающий, четвертый пункт очень важен. В декабре 2014 года, подняв ставку с 10,5 до 17%, ЦБ России практически прошел все 3 стадии процесса, но не зафиксировал результат. В результате вместо стабилизации курса, произошло его резкое укрепление, которое создало условия для последующего ослабления. Возникли те самые интересные для спекуляций, но вредные для экономики «валютные качели», то есть, волатильность, которой, по общему мнению, изложенному в самом начале статьи, надо избегать.

Стоит отметить, что в эпоху «золотого стандарта» пункт 4 приведенного выше алгоритма выполнялся автоматически. Именно поэтому приток иностранного капитала стал ассоциироваться с благополучием. Однако с 1970-х годов, когда последние проявления золотого стандарта канули в лету, и курсы валют стали свободными, стали возможны ситуации, когда приток капитала не работал на благо экономики, а действовал на неё негативно, укрепляя местную валюту

Для любителей аналогий: образно весь процесс активной стабилизации курса можно представить так:

Дачник (или фермер) использует для полива теплицы два источника воды. Первый источник – дождевая вода с крыши дома, которая собирается в бак для полива. Часто дачнику этой воды хватает. Но если долго нет дождей и бак

¹³ Облигации федерального займа

пустеет, то дачник включает электрический насос, который качает (в тот же бак) воду из вырытого на участке колодца.

Дождевая вода – это «дождь из нефтедолларов», которого хватает для роста экономики в случае высоких цен на нефть. Вода из колодца – это доллары, которые могут быть привлечены в страну высокими ставками (или выгодными вложениями в некие рублевые активы). Величина ставки (или доходность рублёвых активов) играет роль настройки насоса: чем выше ставка – тем на большую мощность включен насос. Если ЦБ не фиксирует курс, то возникающий поток лишь укрепляет курс рубля (накаченная насосом из колодца вода не попадает в бак, а льется мимо).

Здесь самое время вспомнить выражение «насос благополучия», на который мы обратили внимание, рассматривая исторический пример строительства канала от Нью-Йорка до Великих озёр. Доходные рублёвые активы являются таким «насосом благополучия» для России, если ЦБ не позволяет при этом рублю укрепляться.

Сценарий активной стабилизации для России

Как мог бы выглядеть курс рубля в случае активной стабилизации курса? Рассмотрим гипотетический вариант активной стабилизации курса с 2013 года. Выполним шаги, предусмотренные нашим алгоритмом активной стабилизации.

шаг 1 – режим ожидания

Здесь достаточно допущения, что с начала 2013 года мы находимся в этом режиме и ожидаем сигнала о необходимости воздействия на курсовую ситуацию.

шаг 2 – сигнал к действию

Мощные сигналы об актуальности стабилизации курса поступали с 2013 года трижды: 30 мая 2013 года, 16 января 2014 года и 6 октября 2014 года. Ниже объясняется, каким образом были определены именно эти даты.

Как уже говорилось выше, в ретроспективе сигналы о необходимости активной стабилизации курса видны по резким изменениям курса и/или по активизации валютных интервенций.

Так, момент начала валютных интервенций ЦБ является точкой, когда вместо этих интервенций могла бы применяться активная стабилизация курса. Рассмотрим такие точки на **графике 8**.

График 8. С 2011 года самые активные валютные интервенции ЦБ проводил дважды: сначала с июня 2013 по май 2014, затем с октября 2014 по февраль 2015.



Источник: [ЦБ РФ](#), расчеты автора.

Читается этот график просто.

- Рублёвые интервенции. ЦБ в сильной позиции. Если красная линия направлена вверх, значит ЦБ скупает валюту (пополняет резервы, проводит рублёвые интервенции) на валютном рынке.
- Валютные интервенции (именно они нас интересуют!). ЦБ в слабой позиции. Если красная линия направлена вниз, значит ЦБ продаёт валюту (расходует резервы, проводит валютные интервенции).
- Нет интервенций. ЦБ в нейтральной позиции. Если красная линия горизонтальна, то ЦБ не проводит никаких интервенций на внутреннем валютном рынке.

Жёлтыми выносками на графике показаны моменты, когда ЦБ начинал проводить валютные интервенции. Именно в такие моменты, вместо проведения интервенций, ЦБ имел возможность проводить описанную выше активную стабилизацию курса.

Первые два таких момента (сентябрь 2011 и май 2012) мы рассматривать не будем, так как объём интервенций был относительно невелик и составил в обоих случаях до 500 млрд. в рублёвом выражении.

По-настоящему серьёзные, масштабные интервенции начались позже, с мая 2013 года¹⁴.

30 мая 2013 года. Начавшись в этот день, и существенно усилившись в январе 2014 года, валютные интервенции ЦБ продолжались вплоть до 12 мая 2014 года, почти год. За это время ЦБ продал валюты на 2,47 трлн. рублей. Официальный курс рубля 30 мая 2013 года, в день начала интервенций составлял 31,5 рубля за доллар. На 12 мая 2014 года официальный курс составил 35,2 рубля за доллар. Курс рубля упал.

6 октября 2014 года. Начавшись в этот день, валютные интервенции с небольшими перерывами в ноябре, продолжались до 3 февраля 2015 года. За эти четыре месяца ЦБ продал валюты на 2,1 триллиона рублей. Официальный курс на начало интервенций составлял 39,98 рублей за доллар, на конец – 69,66 рублей за доллар. Курс рубля опять упал, и значительно.

Основные параметры двух этапов массированных интервенций ЦБ России приведены в *таблице 1*.

Таблица 1. Основные параметры двух этапов массированных интервенций ЦБ РФ в 2013-2015 годах.

	1 этап		2 этап	
	Начало	Конец	Начало	Конец
Дата	30.05.2013	12.05.2014	06.10.2014	03.02.2015
Курс	31,52	35,20	39,98	69,66
Ключевая ставка ЦБ*	5,5%	7,5%	8,0%	17,0%
Объем ЗВР, млрд. долл.	533	467	454,00	360,00
Изменение ЗВР, млрд. долл.		- 66		- 94
Объем покупок рублей (млрд.руб.)	2 472		2 077	

Источник: ЦБ РФ, расчеты автора. * для 2013 года – ставка по аукционам РЕПО на 1 день.

¹⁴ Для информации: Эльвира Набиуллина стала главой ЦБ в 24 июня 2013 года.

Итак, с точки зрения валютных интервенций, сигналы к действию поступали в следующие даты:

- 30 мая 2013 года – начало активных валютных интервенций
- 16 января 2014 года – резкое увеличение масштабов интервенций
- 6 октября 2014 года – возобновление интервенций после пятимесячного перерыва.

С точки зрения курсовой динамики следует отметить 11 октября 2014 года – преодоление курсом важной психологической отметки 40 рублей за доллар. Этот сигнал о необходимости активной стабилизации совпадает с сигналом, полученным из данных по интервенциям.

Вывод: активные действия ЦБ были востребованы в мае 2013 года, в январе 2014 года и в октябре 2014 года.

Шаг 3 – действие

Наш алгоритм предполагает, что у Центрального банка, в случае выявленной необходимости стабилизации курса, есть целый арсенал средств, способствующих притоку валюты. Валютные же интервенции находятся «под запретом».

Мы рассмотрим (лишь в качестве примера), каким образом могли бы быть применены два инструмента – ставки и облигации Банка России (ОБР).

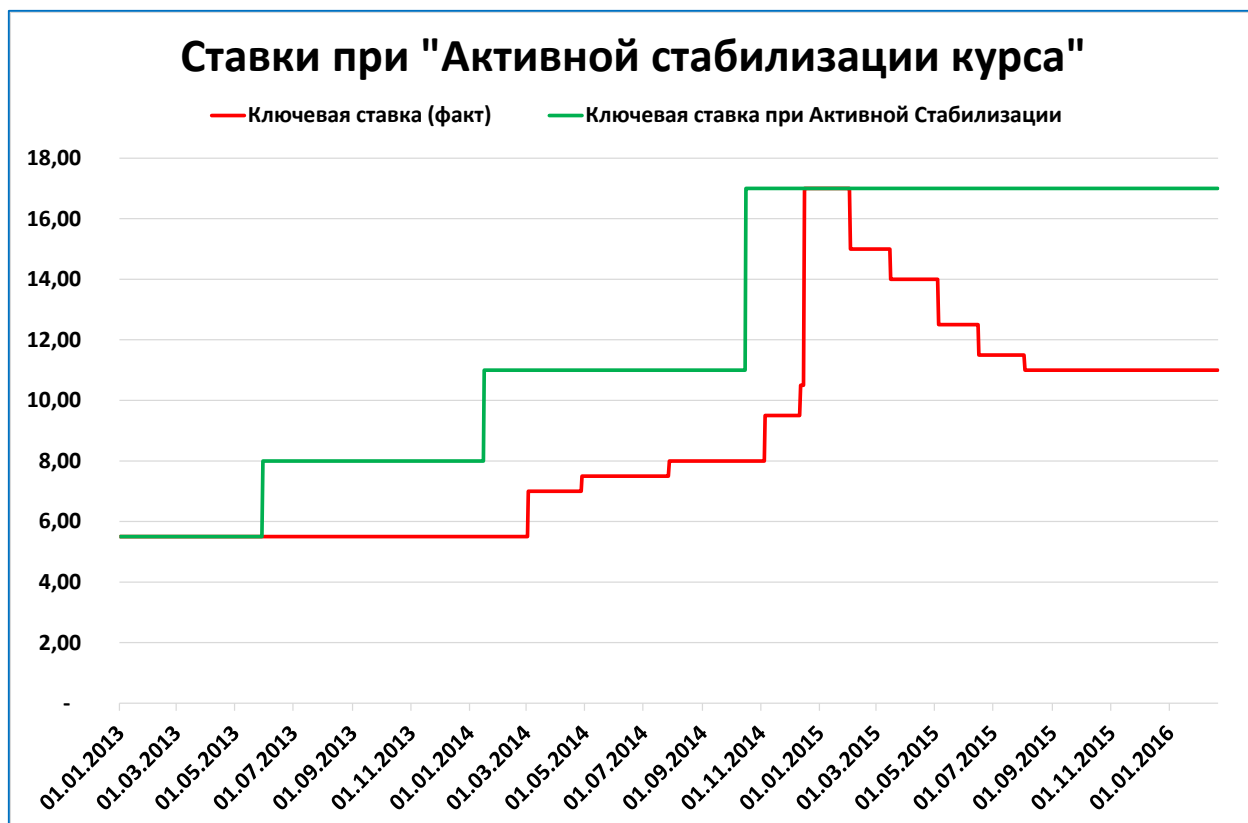
Ставки

В самом простом варианте ЦБ мог бы повысить в мае 2013 года, и ещё раз повысить их в январе 2014 года и (при необходимости) в октябре 2014 года.

Схематично повышение ключевой ставки по алгоритму активной стабилизации курса (алгоритм №2) в сравнении с фактическим значением ключевой ставки ЦБ с января 2013 года показано на *графике 9*.

Как видно из этого графика, для активной стабилизации курса требовалась более ранняя реакция ЦБ и более активный подъем ставок.

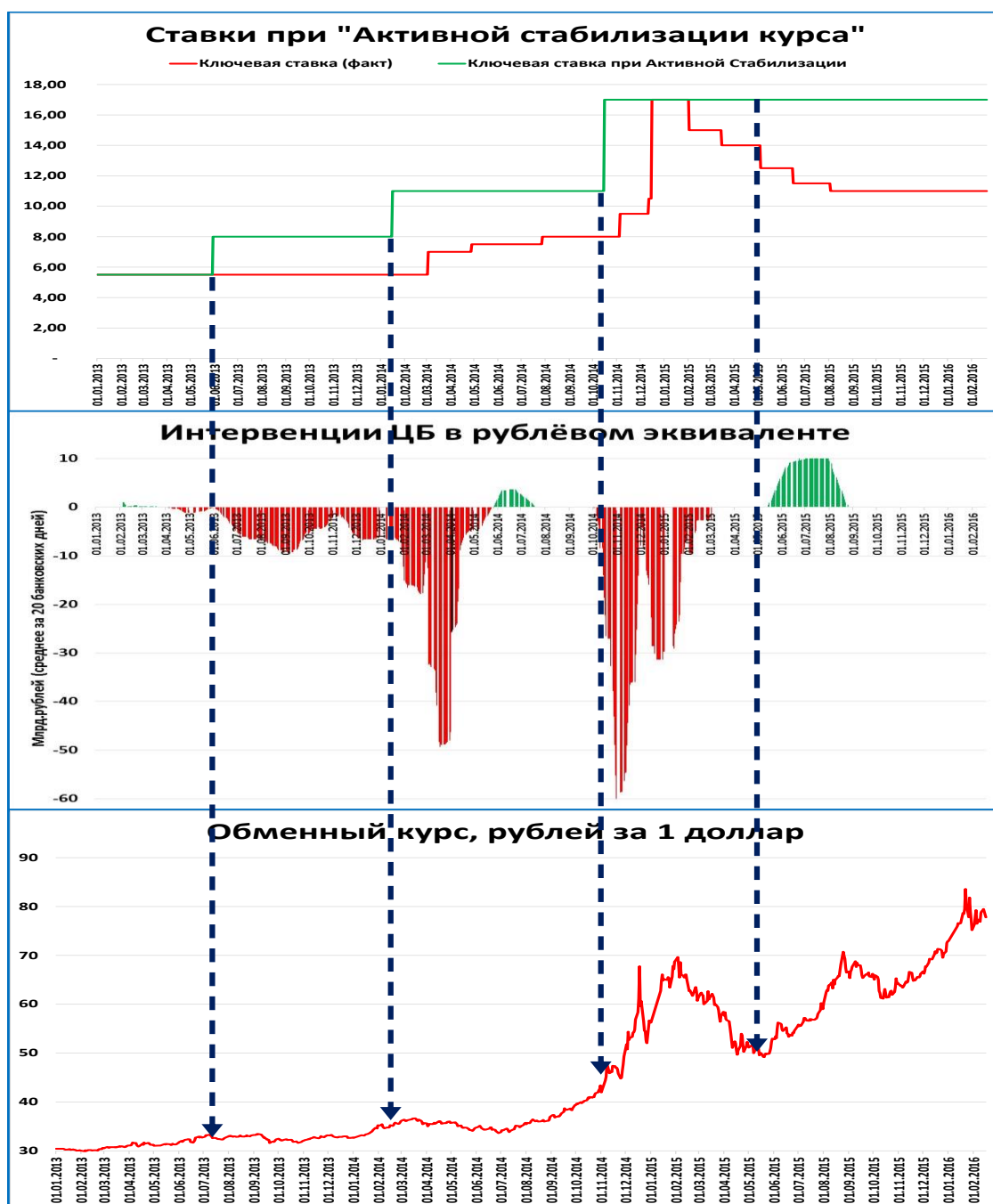
График 9. Активная стабилизация курса рубля требовала более раннего повышения ставок Центробанком. ЦБ по факту действовал с большим запаздыванием.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора. *Примечание: величина ставки при активной стабилизации показана схематично, она могла быть другой в соответствии с изменяющейся обстановкой.*

Повышение ставок Центральным банком в 2013 и 2014 годах было слишком запоздалым. А снижение ставок в 2015 году было, наоборот, преждевременным. Это наглядно видно при сопоставлении динамики ставок с масштабами интервенций ЦБ и курса рубля (*график 10*).

График 10. В 2013 и 2014 годах повышение ставки Центробанком было запоздалым. В 2015 году снижение ставки было преждевременным.



Источник: ЦБ РФ, расчеты автора. Пояснения: на графике интервенций (в рублёвом эквиваленте) красным цветом показана продажа валюты, зеленым – купка валюты.

Сохранение ставки на уровне 17% и удержание рубля на уровне 70 рублей за доллар с начала 2015 года (борьба с его укреплением) позволили бы стабилизировать курс и, с высокой вероятностью, исключить скачок курса до 80 рублей за доллар в начале 2016 года.

Примечательно, что такой вариант стабилизации курса предлагался более года назад, в январе 2015 года ([«Секреты стабильного курса рубля»](#), Блинов, 2015d). Цитата:

«Если бы ЦБ сейчас (как банк Швейцарии в своё время) объявил, что, например, 70 рублей за доллар это самый крепкий курс, который он позволит. И что он напечатает столько рублей для поддержки этого уровня, сколько потребуется. Просто представьте себе, какое успокоение на валютный рынок это принесет.

1. Ажиотажный спрос на валюту быстро прекратится.
2. Экспортеры, и другие компании, продающие валютные запасы, будут счастливы продать валюту по завышенной цене (включая тех, кому звонил президент). К ним присоединятся те, которые купили валюту на пике ее стоимости, и сейчас рвут на себе волосы от досады.
3. Зарубежные инвесторы, увидев стабильность курса, бросятся скупать российские акции. А они при таком курсе очень привлекательны, и имеют большой потенциал роста. Впору будет с них плату за вход брать.
4. Компании, имеющие возможности импортозамещения, перестанут бояться укрепления курса рубля. Они более уверенно начнут реализацию своих инвестиционных планов (от производства продуктов питания до более высокой степени локализации зарубежными компаниями своих автомобильных производств в России).

А как будут расстроены недоброжелатели России, когда увидят, что ее золотовалютные резервы начали пополняться, а курс рубля стабилен и фондовый рынок растет!» (конец цитаты)

Привлекательные активы

Выше уже было сказано, что для российских юридических и физических лиц рублёвые ценные бумаги Минфина (например, ОФЗ) и Центробанка (ОБР) с привлекательной доходностью являются альтернативой покупке доллара, а для иностранных – своеобразной «приманкой» для входа в рублёвые активы. Своевременный выпуск таких привлекательных бумаг, несомненно, становится стабилизирующим валютный рынок фактором.

Далее мы рассмотрим идею ОБР, которая может фактически служить альтернативой доллару.

На рынке зарубежных стран (например, США) существуют государственные ценные бумаги, номинал которых индексируется на уровень инфляции. То есть они от инфляции, фактически защищены. Минфин России тоже начал выпуск таких бумаг в 2015 году.

Но точно также могут быть выпущены рублёвые ценные бумаги, номинал которых изменяется вместе с курсом иностранной валюты, например, доллара. И такие бумаги будут защищать инвесторов уже от девальвации рубля (местной валюты).

Есть смысл такие ценные бумаги поручить выпускать Банку России, как особый вид ОБР. В отличие от Минфина у Банка России не будет соблазна «потратить» полученные средства, увеличивая дефицит бюджета и государственный долг.

По своей сути такие бумаги будут очень близкими аналогами доллара, только номинированными в рублях. Если вдуматься, то ЦБ получает, по сути, право эмиссии своеобразных «рублёвых» долларов.

Такое свойство ОБР номинированных в рублях, но привязанных к стоимости валюты, позволяет использовать их для интервенций на денежном рынке и влиять на обменный курс рубля. Активизация продаж таких ОБР будет стабилизировать валютный рынок.

Возможность использования таких ОБР рассматривалась в статье [«Сбережения и инфляция на примере России 1992 года»](#) (Блинов, 2015е) в качестве инструмента для борьбы с инфляцией.

Шаг 4 – фиксация

Важно, чтобы ЦБ не позволил возникшим по его инициативе силам, укрепить рубль. Впрочем, о важности фиксации уже было достаточно сказано выше.

Краткий итог и возможные действия ЦБ

Подведём короткий итог всему, сказанному выше. В России наблюдается очень высокая волатильность курса рубля. Причём и бизнес, и чиновники и экспертное сообщество признают, что важен даже не столько крепкий, сколько просто стабильный рубль. Руководство ЦБ официально расписалось в собственном бессилии в деле стабилизации курса рубля. Хотя за Центральным банком эта обязанность закреплена Конституцией России.

Несмотря на кажущуюся сложность задачи, у ЦБ есть простые и не требующие траты валютных резервов, к тому же полезные для экономического роста способы, позволяющие стабилизировать курс на продолжительное время.

Для этого, как минимум, Центральный банк должен начать использовать свои безграничные возможности для исключения из колебаний рубля фазы его укрепления.

Эти строки пишутся 21 февраля 2016 года. Официальный курс рубля находится на отметке 77 рублей за доллар. Что можно было бы сделать прямо сейчас?

Воспользуюсь одной «менеджерской байкой». Когда у директора завода спросили, как тот решил проблему качества продукции, он ответил: «Я сказал директору по производству, что уволю его, если брак будет превышать 1%. А начальнику отдела контроля качества сказал, что уволю его, если он при приёмке продукции забракует меньше 2%. Никого, конечно, не увольняю, но с качеством с тех пор горя не знаю».

В этой истории директор поставил невыполнимую как минимум для одного из подчиненных задачу. Но добился при этом стабильности качества.

Нечто подобное должен сделать и ЦБ. Целесообразно, с одной стороны, повысить ключевую ставку и использовать другие инструменты, чтобы равновесный курс обмена сместился в сторону укрепления, в область 70 рублей за доллар. С другой стороны, надо сделать это укрепление невыполнимой задачей. Для этого достаточно при более крепком курсе рубля, чем, скажем, 80 рублей за один доллар, активно пополнять международные резервы путем скупки долларов. Или (например, по поручению Минфина) пополнять бюджетные валютные фонды путём скупки валюты на бирже. Важно использовать возможность ЦБ бесконечно долго бороться с укреплением рубля, и не давать рублю укрепиться ниже 80 рублей за доллар. И тогда стабильность курса будет обеспечена надолго.

ОЖИДАЕМЫЕ ВОПРОСЫ

Описанные выше методы и алгоритмы стабилизации курса могут вызвать некоторые ожидаемые вопросы. Попробуем ответить на них.

Стабилизация курса и инфляция

Курсовая политика может влиять на инфляцию многими способами. Рассмотрим, как влияют на инфляцию два фактора: (1) однонаправленное ослабление рубля и (2) рублёвая эмиссия при борьбе с укреплением рубля.

Влияет ли на инфляцию однонаправленное снижение курса рубля

Рубль при адаптивной стабилизации не укрепляется (либо не изменяется, либо ослабляется). Не влияет ли это однонаправленное движение курса в сторону ослабления на инфляцию?

Сомнение, которое выражено в этом вопросе, исходит из следующих допущений:

1. Адаптивный способ приводит к большему ослаблению рубля.
2. Размах колебаний курса, его изменчивость (волатильность) на инфляцию не влияют.
3. Ослабление рубля способствует инфляции.
4. Укрепление рубля помогает бороться с инфляцией.

Далее мы увидим, что ни одно из этих допущений не подтверждается фактами.

Адаптивный способ не приводит к большому ослаблению рубля

О первом допущении. Простой взгляд на **график 3** показывает, что ослабление рубля при адаптивной стратегии либо отсутствует, либо совпадает с вариантом свободно плавающего курса. Кроме того, наоборот, адаптивная стабилизация приводит к меньшему ослаблению местной валюты, если, например, применяется ступенчатая девальвация. Итак, первое допущение неверно.

Отсутствие волатильности снижает инфляцию

О втором допущении. Колебания курса, его волатильность, сами по себе оказывают инфляционное воздействие, даже если после колебаний курс возвращается в исходную точку. Именно об этом говорит в приведённой выше цитате зампред ЦБ Дмитрий Тулин, когда утверждает, что «волатильность курса, неустойчивость приводит к асимметричному одностороннему инфляционному влиянию на внутренние цены».

Проще говоря, если рубль ослабляется, то цены растут. Но если рубль после этого быстро начинает укрепляться, то цены (вместо ожидаемого снижения) опять растут! Всё дело в том, что колебания курса означают нестабильность. А в условиях нестабильности, все экономические агенты вынуждены нести дополнительные затраты на защиту от рисков. И это отражается на ценах контрактов. Поэтому допущение о том, что стабильность никак не влияет на инфляцию в корне неверно.

Ослабление курса зачастую не приводит к инфляции

О третьем допущении. Влияние ослабления валюты на инфляцию вовсе не однозначно. Выше приводились примеры ступенчатой девальвации в Казахстане и говорилось о том, что всплеска инфляции при этом, фактически, не было. И даже при более сильных ослаблениях местной валюты всплеск инфляции носит затухающий характер из-за изменения структуры потребления, что было показано выше (см. схему 7)

Укрепление рубля не помогает избежать инфляции

О четвёртом допущении. Следует отметить, что ошибочность связывания инфляции и девальвации подтверждается еще одним феноменом. По логике, если ослабление рубля способствует инфляции, то укрепление рубля должно способствовать дефляции или, по крайней мере, падению уровня инфляции. Однако, например, период российской истории с января 2003 года по июль 2008 года говорит об обратном. Рубль тогда укрепился с 32 до 23 рублей за доллар. Но «ожидаемого» сокращения инфляции, а тем более появления дефляции, не произошло. Цены за этот период выросли на 80%, а инфляция в годовом выражении была выше 14% как в начале этого периода, так и в конце. Четвёртое допущение также не подтверждается фактами.

Часто это связано с тем, что с укреплением рубля борются рублёвыми интервенциями на денежном рынке. Этот вопрос рассмотрен ниже.

Влияет ли на инфляцию вливание в экономику рублей при стабилизации курса

Оба предлагаемых способа стабилизации курса – и адаптивный и активный – предполагают борьбу с укреплением курса рубля путём проведения рублёвых интервенций. В результате в экономику вливается большое количество рублей. И может возникнуть опасение, что это вызовет инфляцию.

Именно имел в виду **Аркадий Дворкович**, ныне заместитель председателя правительства, когда в своё время говорил, что "противостоять укреплению рубля при высокой цене нефти крайне трудно" ([Беккер и Грозовский, 2003](#)).

Именно об этом говорит **Алексей Кудрин**: «Большой профицит по счету текущих операций платежного баланса имеет своим следствием повышение номинального курса национальных валют, в результате чего снижается конкурентоспособность экономики. Попытки замедлить темпы роста этого курса приводят к увеличению объема золотовалютных резервов и, следовательно, к дополнительной денежной эмиссии, намного превышающей потребности экономики. В результате денежно-кредитная система становится разбалансированной, ускоряется инфляция, растет реальный эффективный курс национальной валюты» ([Кудрин, 2006](#)).

Подобные опасения не обоснованы.

Во-первых, в отдельные периоды особо бурного роста денежной массы (1999-2000; 2001-2003; 2004-2006), инфляция (вопреки логике) снижалась быстрее обычного.

Во-вторых, при высоких темпах прироста денежной базы и денежной массы в 1999-2008 годах (от 22% до 70%) инфляция не разгонялась до более высоких значений, не стремилась к темпам роста денежной массы, а наоборот, неуклонно снижалась практически всё время.

Если посмотреть данные за период времени, 1997-2014 годы, то можно разглядеть и другие явления, полностью противоречащие логике Кудрина, например, всплески инфляции на фоне сокращения денежного предложения ([«Ошибка доктора Кудрина»](#), Блинов, 2015а)

Аркадий Дворкович в 2007 году достаточно точно определил, что проблема не в притоке денег в экономику. Он формулировал эту мысль так: «"Опасения, которые высказываются, сильно преувеличены, никакой существенной проблемы с точки зрения влияния притока капитала на инфляцию не существует», – подчеркнул он. Господин Дворкович в очередной раз высказал гипотезу о том, что "основным фактором, который снижает или повышает инфляционное давление, является не приток капитала, а спрос на деньги". В доказательство он привел тот факт, что в последние годы рост денежного

предложения колебался от 35% до 50%, но инфляция в то же время снижалась за счет экономического роста» («[Чиновники выбирают между рублём и инфляцией](#)», Шаповалов, 2007).

Тогда же, в мае 2007 года, Дворковичем был предложен один из правильных рецептов действий ЦБ. Он сказал, "что ЦБ излишне уповает на укрепление рубля" как на средство борьбы с инфляцией, и предложил ему, а также правительству стерилизовать избыточную денежную массу расширением выпуска долгосрочных облигаций на внутреннем рынке («[Аркадий Дворкович хочет удлинить облигации](#)», Вислогузов, 2007).

Это предложение очень правильное: сбережения намного сильнее оказывают влияние на инфляцию, чем денежная масса. Если бы ЦБ в 2003-2008 году вовсе не позволил бы рублю укрепиться¹⁵, то прирост ЗВР составил бы не 500 млрд. долларов, а, возможно, в два раза больше. И дополнительное количество рублей (эквивалентное дополнительным резервам) вполне могло быть связано длинными облигациями ЦБ или Минфина. И это создало бы намного более благоприятную ситуацию с «длинными деньгами» в России вплоть до настоящего времени.

У ЦБ имеются и другие (кроме выпуска ОБР) способы стерилизовать часть денег, в случае большого притока рублей в ходе рублёвых интервенций. Например, может быть повышена норма обязательного резервирования для банков. В этом случае рост денежной базы будет продолжаться, но денежная масса будет расти меньшими темпами из-за уменьшения денежного мультипликатора.

Итак, мы рассмотрели опасения по поводу того, что проводимая политика адаптивной или активной стабилизации курса будет способствовать инфляции. И увидели, что эти опасения излишни, а у ЦБ есть надежные способы держать инфляцию под контролем.

Стабилизация курса и экономический рост

Вторая группа вопросов связана с тем, как проводимая политика может повлиять на экономический рост. Рассмотрим два из таких вопросов.

Оказывает ли подъем ставок негативное влияние на экономическую активность

При проведении политики активной стабилизации предлагается использовать повышение ставок Центральным банком в качестве одного из инструментов стабилизации курса рубля. Возникает вопрос: не окажет ли такое повышение ставок угнетающее воздействие на экономику?

К счастью, такие опасения беспочвенны. Дело в том, что российская (да и любая другая) экономика реагирует не на уровень ставок. Намного важнее для

¹⁵ С 32 до 23 рублей за доллар с января 2003 по июль 2008

экономического роста показатель реальной денежной массы (номинальная денежная масса М2, скорректированная на уровень инфляции). Такой вывод подтверждается фактами из экономической истории России и других стран.

И высокие ставки вовсе не мешают росту реальной денежной массы и экономики. Так в России в 1999-2008 годах ставки ЦБ были высоки, но при этом наблюдался бурный экономический рост, так как реальная денежная масса росла на 20% и более в годовом выражении. Рост денежной массы происходил, в том числе, и благодаря курсовой политике, а именно борьбе Центробанка с укреплением рубля (см. также [«Политика количественного смягчения при высоких ставках Центробанка»](#), Блинов, 2014).

Те, кто критикуют повышение ставок и ратуют за их снижение, надеются таким образом увеличить количество денег в экономике. Но эти надежды призрачны. Низкие ставки вовсе не означают рост реальной денежной массы. Пример тому – Япония. Там, несмотря на низкие (около нуля) ставки, с начала 1990-х годов наблюдается застой в экономике, так называемые «потерянные десятилетия». Причина тому – резкое снижение темпов роста реальной денежной массы (см. также [«Реальные деньги и экономический рост»](#), Блинов, 2015с).

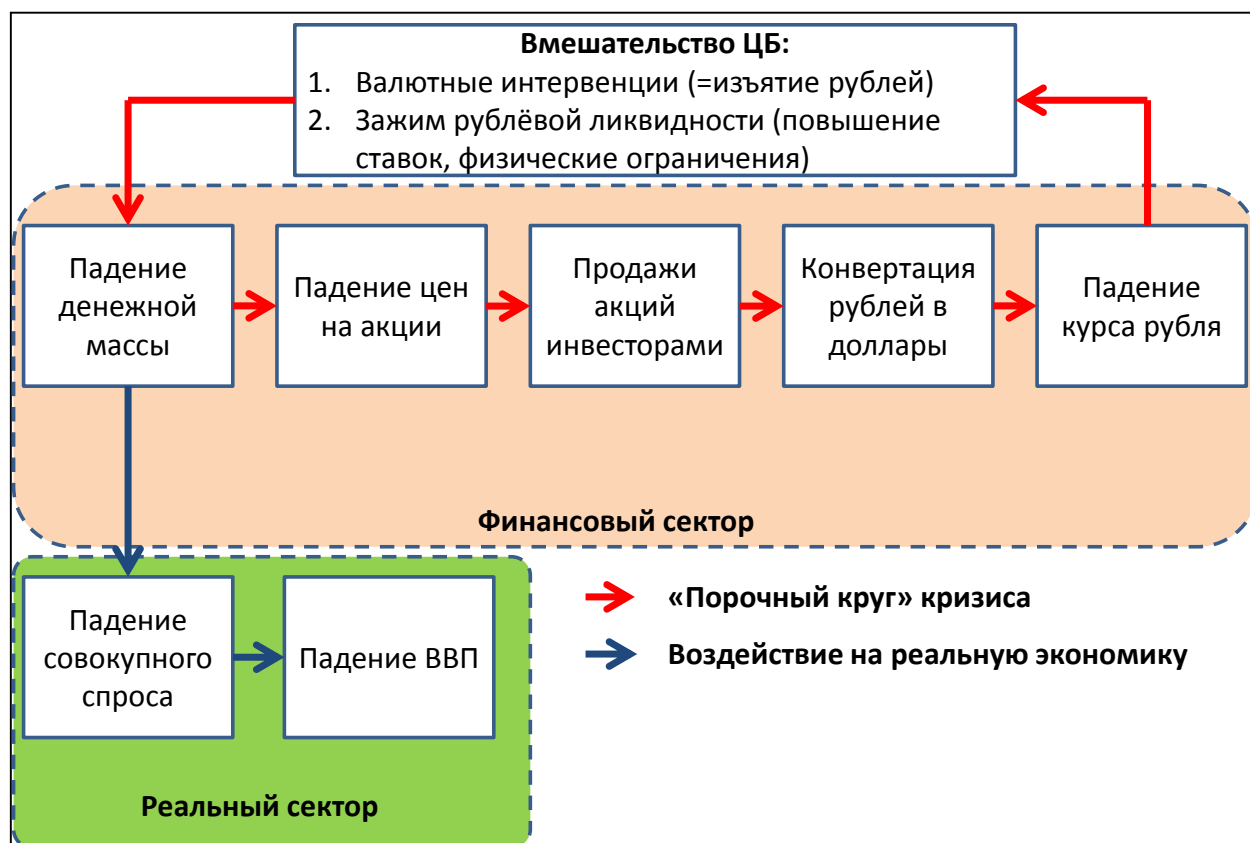
При низких ставках часто проявляется и еще один отрицательный эффект. Отметим, что для роста важен рост реальной, а не номинальной денежной массы. И чем выше инфляция, тем более заметная часть номинальной денежной массы «съедается» инфляцией. И это еще одна проблема низких ставок, так как они, при прочих равных, инфляции содействуют.

Можно ли использовать стабилизацию курса для активизации экономического роста. Зависимость экономического роста от реальной денежной массы (см. выше), позволяет использовать курсовую политику для стимулирования экономического роста.

Оба предложенных способа стабилизации курса (адаптивный и активный) не предусматривают изъятия рублей из экономики в ходе валютных интервенций. И, наоборот, они предполагают насыщение экономики рублями в ходе борьбы с фазами укрепления рубля.

С одной стороны, «запрет» долларовых (валютных) интервенций ЦБ позволяет избежать их негативного влияния на экономику, которое происходит из-за изъятия рублей. (см. *схему 9*).

Схема 9. Валютные интервенции не улучшают, а ухудшают ситуацию в экономике, лишь усиливая кризисные явления.



Источник: «[Порочный круг экономической политики](#)» (Блинов, 2015b)

С другой стороны, поощрение рублёвых интервенций позволяет использовать курсовую политику для насыщения экономики рублями и стимулирования тем самым экономического роста. Технология проста. Достаточно вспомнить, что от «зазора» между равновесным курсом и курсом, поддерживаемым ЦБ, зависит объем притока рублей в экономику и, одновременно, приток валюты в ЗВР (см. схему 5 и «общее правило» под этой схемой).

Для стимулирования экономического роста, указанный зазор (путём адаптивных или активных действий ЦБ) устанавливается таким образом, чтобы (приток валюты, и соответствующий ему) приток рублей в экономику, обеспечивал необходимые темпы роста реальной денежной массы, которые и компенсировали бы снижение денежной массы от других мер (например, от поднятия ставок), и обеспечивали инвестиционный рост экономики. Для России эти темпы составляют 20% в годовом выражении и выше.

Удивительно, но именно такой способ стимулирования экономики использовался (пусть и неосознанно) дважды, в 1997 году и в 1999-2008 годах.

В статье «[Три варианта экономической политики для России](#)» (Блинов, 2016b) представлен подобный план действий для выхода России из кризиса и перехода к инвестиционному росту в течение 6 месяцев. Для этого курс

фиксации и ставка ЦБ устанавливаются таким образом, чтобы объем пополнения резервов составлял около \$20 млрд. в месяц. Это будет означать, что в экономику в ходе рублёвых интервенций ЦБ ежемесячно будет добавляться более 1,5 трлн. рублей. При уровне инфляции 0,8-1% в месяц такой ежемесячный прирост означает, что в течение 6 месяцев темпы прироста реальной денежной массы превысят требуемые 20% в годовом выражении. И в России не просто начнётся экономический рост – возобновится и рост инвестиций.

Стабилизация курса и таргетирование инфляции

Может возникнуть еще один вопрос: согласуется ли политика стабилизации курса с провозглашённой ЦБ России политикой таргетирования инфляции, ведь она (политика таргетирования) предполагает свободное плавание курса?

Во-первых, мы уже видели, что провозглашённая политика не мешает Центральному банку осуществлять рублёвые интервенции (зелёная зона на графике 8 в средней части).

Во-вторых, ЦБ может проводить описанную выше политику, не провозглашая во всеуслышание конкретные уровни, на которых он начинает пополнять резервы.

В-третьих, если понимать инфляцию не формально (номинально), а в реальном выражении, то в России сейчас наблюдается самая настоящая дефляция, которая неизменно и во всех странах ведёт экономику к кризису или застою (см. «[ЦБ и Василиса Премудрая, или Дефляция под маской](#)», Вернанке, 2015)

И, наконец, необходимо чётко понимать, что основная обязанность ЦБ по поддержанию стабильного курса рубля, закреплённая в Конституции и в законе о Центральном Банке имеет более высокий приоритет, чем политика, провозглашённая самим Центральным банком, которую он в любой момент может поменять своим решением.

ИСТОЧНИКИ

Bernanke, Ben (2004) Money, Gold, and the Great Depression,
<http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2004/200403022/default.htm>

Алексащенко, Сергей (2014) «Российский ЦБ: не стреляйте в пианиста»,
Forbes.ru, 17.12.2014. <http://www.forbes.ru/mneniya-column/gosplan/275961-rossiiskii-tsb-ne-strelyaite-v-pianista>

Беккер, Александр и Грозовский, Борис (2003) «Лестница Черепанова»,
газета «Ведомости» № 1034 от 22.12.2003,
<http://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2003/12/22/lestnica-cherepanova>

- Бернанке, Бен (2004) «Деньги, золото и Великая депрессия», русский перевод <http://senib.livejournal.com/745.html> , оригинал (английский язык) <http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2004/200403022/default.htm>
- Блинов, Сергей (2014) «Политика количественного смягчения при высоких ставках Центрального банка», препринт MPRA, 18.08.2014 https://mpra.ub.uni-muenchen.de/58008/1/MPRA_paper_58008.pdf
- Блинов, Сергей (2015a) «Ошибка доктора Кудрина», [Expert.ru](http://expert.ru) 29.04.2015; журнал «Эксперт» №23 от 01.06.2015, <http://expert.ru/expert/2015/23/oshibka-doktora-kudrina/>
- Блинов, Сергей (2015b) «Порочный круг экономической политики», [Expert.ru](http://expert.ru), 22.01.2015, <http://expert.ru/2015/01/22/porochnyij-krug-ekonomicheskoy-politiki/>
- Блинов, Сергей (2015c) «Реальные деньги и экономический рост», препринт MPRA, 16.10.2015, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/67256/1/MPRA_paper_67256.pdf
- Блинов, Сергей (2015d) «Секреты стабильного курса рубля», [Expert.ru](http://expert.ru), 15.01.2015, <http://expert.ru/2015/01/15/sekretyi-stabilnogo-kursa-rublya/>
- Блинов, Сергей (2015e) «Сбережения и инфляция на примере России 1992 года», препринт MPRA, 07.09.2015, <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/66487/>
- Блинов, Сергей (2016a) «Отрицательные последствия плавной девальвации валюты», препринт MPRA, 05.02.2016, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/69265/1/MPRA_paper_69265.pdf
- Блинов, Сергей (2016b) «Три варианта экономической политики для России», препринт MPRA, 15.01.2016, https://mpra.ub.uni-muenchen.de/68836/1/MPRA_paper_68836.pdf
- Вернанке, Вениамин (2015) «ЦБ и Василиса Премудрая, или Дефляция под маской», [Expert.ru](http://expert.ru), 10.08.2015, <http://expert.ru/2015/08/10/tsb-i-vasilisa-premudraya-ili-deflyatsiya-pod-maskoj/>
- Вислогужов, Вадим (2007) «Аркадий Дворкович хочет удлинить облигации», газета «Коммерсантъ» №86 от 22.05.2007, <http://www.kommersant.ru/doc/767360>
- Коммерсант (2016) «ЦБ: курс рубля может стабилизировать только диверсификация экономики», [Коммерсант.ru](http://kommersant.ru), 11.02.2016, <http://www.kommersant.ru/doc/2913607>
- Корищенко, Константин (2015) «Скачущий рубль: почему волатильность оборачивается высокой инфляцией», РБК, 03.11.2015, <http://www.rbc.ru/opinions/finances/03/11/2015/56387bce9a79475f447d5ad3>

Кудрин, Алексей (2006) «Стабилизационный фонд: зарубежный и российский опыт», журнал «Вопросы экономики», №2, 2006, <http://akudrin.ru/uploads/attachments/file/1/2-06.pdf>

Фарчи, Джек (2015) «Это больно, но это реальность», «Ведомости» № 3921 от 21.09.2015 <http://www.vedomosti.ru/politics/characters/2015/09/21/609472-eto-bolno-no-eto-realnost>

Фергюсон, Найл (2010) «Восхождение денег». М.: Астрель: CORPUS, 2010.

Финмаркет (2012) «ВЭБ предлагает спасти фондовый рынок, как в 2012 году», 06.06.2012 <http://www.finmarket.ru/main/article/2947124>

ЦМИ Сбербанка (2014) «Фиксированный курс рубля: pro et contra», 29.10.2014, <http://www.sberbank.ru/common/img/uploaded/analytics/2014/FR29102014.pdf>

Чиркова, Елена (2010) «Анатомия финансового пузыря». (М. изд-во «Кейс», 2010)

Шаповалов, Алексей (2007) «Чиновники выбирают между рублём и инфляцией», газета «Коммерсант» №87 от 23.05.2007, <http://www.kommersant.ru/doc/767751>

Sergey BLINOV¹⁶

Two Ways of Stabilizing Exchange Rate

The Ruble exchange rate has been fluctuating hugely. The problem now is not so much the Ruble's weakness as instability of its exchange rate, volatility. The management of the Central Bank claims that stabilization of the Ruble exchange rate is not possible though it is the responsibility of the Bank of Russia under the Constitution. As a matter of fact, any country's Central Bank has two methods of stabilizing the exchange rate available to it. Firstly, «adaptive» approach to stabilization may be adopted. In this case, the Central Bank, as it were, «adjusts itself» to the tendencies unfolding in the market, without being active in trying to influence them. Secondly, the Central Bank may use an «active» way of stabilizing the exchange rate. In such a case, it needs to influence the exchange rate without resorting to foreign exchange interventions. Both methods, the adaptive one and the active one, do not require gold or foreign exchange reserves to be spent. It is even the other way round, - the reserves become replenished, while economy gets an impetus for growth.

Key words: Monetary Policy, Central Banking, Business Cycles, International Finance, Foreign Exchange;

JEL classification: E30, E52, E58, E65, F30, F31,

¹⁶ Sergey BLINOV (blinov@kamaz.org or SeNiB2005@yandex.ru), Advisor to General Director of KAMAZ OJSC, Russia, Naberezhnye Chelny. MPRA papers of the author are [here](#).